



GERENCIA PARA EL DESARROLLO

72

Invoice trading: un modelo de financiamiento alternativo de capital de trabajo para pymes en el Perú

Alfredo Mendiola
Carlos Aguirre
Emily Ferrer
Guillermo Jiménez



***Invoice trading:* un modelo de financiamiento alternativo
de capital de trabajo para pymes en el Perú**

***Invoice trading*: un modelo de financiamiento
alternativo de capital de trabajo
para pymes en el Perú**

Alfredo Mendiola • Carlos Aguirre
Emily Ferrer • Guillermo Jiménez

*Invoice trading: un modelo de financiamiento alternativo
de capital de trabajo para pymes en el Perú*

ISBN: 978-612-4110-85-6

Serie Gerencia para el Desarrollo 72

ISSN de la serie: 2078-7979

© Alfredo Mendiola, Carlos Aguirre, Emily Ferrer, Guillermo Jiménez, 2018

© Universidad ESAN, 2018

Av. Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú

www.esan.edu.pe

esanediciones@esan.edu.pe

Primera edición digital

Lima, junio del 2018

DIRECCIÓN EDITORIAL

Ada Ampuero

CORRECCIÓN TÉCNICA

José Lumbreras

CORRECCIÓN DE ESTILO Y EDICIÓN

Rosa Díaz

DISEÑO DE CARÁTULA

Alexander Forsyth

Diseño de interiores y diagramación

Ana María Tessey

PUBLICADO

Junio del 2018

Índice

Introducción	8
1. Marco conceptual y contextual	12
1. Marco conceptual	12
1.1. <i>Crowdfunding</i>	12
1.2. <i>Invoice trading</i>	13
1.3. Financiamiento alternativo	14
1.4. <i>Fintech</i>	16
1.5. <i>Factoring</i> y <i>confirming</i>	16
1.6. Intermediación financiera	17
1.7. Riesgos	20
2. Marco contextual	20
2.1. Contexto global	20
2.1.1. Tendencias	20
2.1.2. Casos de éxito en el mundo	23
2.2. Contexto local	33
2.2.1. Tendencias	34
2.2.2. Casos de éxito en el Perú	36
2. Viabilidad legal de una plataforma de <i>invoice trading</i>	42
1. Inversionistas	42
1.1. Marco regulador de la Superintendencia del Mercado de Valores	44
1.2. Marco regulador de la Superintendencia de Banca y Seguros	45

2. Base legal	46
2.1. Diagnóstico de la forma jurídica de la plataforma	46
2.2. Constitución y regulación de los fondos de inversión y sus sociedades administradoras	48
3. Proveedores o clientes corporativos	50
3.1. Ley de emisión de facturas negociables	52
3.2. Ley de facturación electrónica	56
3.3. Registro Único Centralizado de Facturas Negociables	57
4. Instrumentos vinculados a la operación del <i>invoice trading</i>	60
5. Incidencia tributaria para los agentes involucrados	63
5.1. Socios solicitantes y/o proveedores pyme	63
5.2. Clientes corporativos	64
5.3. Plataforma virtual	64
5.4. Inversionistas	65
3. Viabilidad económica de una plataforma de <i>invoice trading</i>	67
1. Análisis de la oferta	67
1.1. Expertos en finanzas y tesorería de empresas <i>confirming</i>	68
1.2. Expertos en finanzas y tesorería de empresas proveedoras	69
1.3. Expertos en el mercado de financiamiento para empresas	72
2. Análisis de la demanda	73
2.1. Metodología de aproximación	73
2.1.1. El universo	74
2.1.2. La encuesta	76
2.1.3. La muestra	76
2.1.4. El cuestionario	77
2.2. Perfil del inversionista potencial	77
2.2.1. Sexo y edad	77
2.2.2. Estatus profesional	78
2.2.3. Ingresos	78
2.2.4. Propensión al ahorro	79
2.2.5. Cultura financiera	80
2.3. Disposición ante el <i>invoice trading</i>	84
4. Modelo de <i>invoice trading</i> propuesto	89
1. Características	89
1.1. Bases del fondo	89

1.2. Financiamiento de la sociedad administradora del fondo de inversión y de la plataforma	93
1.3. Matriz de riesgos	99
2. Estrategia de márketing y comercialización	102
2.1. Perfil del cliente	104
2.1.1. Ingresos	104
2.1.2. Público objetivo	107
2.1.3. Demanda potencial	107
2.1.4. Estilos de vida	109
2.2. Estructura de la campaña publicitaria	111
2.2.1. Publicidad por Internet	111
2.2.2. Medios escritos	112
2.2.3. Presupuesto	112
3. Evaluación económico-financiera	113
3.1. Rentabilidad del modelo	113
3.1.1. Diagrama de influencias	113
3.1.2. Supuestos y consideraciones previas	115
3.1.3. Simulación de la subasta	116
3.1.4. Definición de las variables	119
3.1.5. Proyección de los flujos	126
3.2. Análisis de sensibilidad	130
Conclusiones y recomendaciones	137
1. Conclusiones	137
2. Recomendaciones	141
Bibliografía	143
Sobre los autores	147

Introducción

La liquidez y la necesidad de capital de trabajo han sido factores constantes para el logro del éxito de las compañías, por lo cual se ha desarrollado una serie de alternativas de financiamiento para atenderlas y, en especial, promover el emprendimiento y el desarrollo de pequeños nuevos negocios.

El comercio de facturas, o *invoice trading*, es una vía de financiamiento alternativo a través de la que una empresa que tiene una (o más) factura(s) en cuenta(s) por cobrar puede conseguir financiamiento de un grupo de inversionistas que aportan a esa empresa un monto menor que el indicado en las facturas días antes de su vencimiento, por lo general entre 30 días y 90 días, pero no más de 120 días. Llegado el vencimiento, la empresa que tuviera las correspondientes cuentas por pagar abonará a los inversionistas el monto íntegro de la factura.

Una forma de clasificar este servicio es dentro de las tecnologías aplicadas a las finanzas o *fintech*. En este caso, el *invoice trading* se encontraría dentro de la ola 3.5 o democratización de la banca que, en resumen, implica desvincular a los intermediarios financieros en la relación entre agentes con superávits y aquellos con déficits. Esto significa que la tecnología actual promueve modelos que excluyen de la intermediación financiera a los bancos, e incluso a los agentes de bolsa, y permite que personas con excedentes puedan financiar directamente a empresas u otras personas, en este caso bajo modalidades persona a persona (P2P) para préstamos de consumo.

El *invoice trading* ya ha tenido experiencias exitosas en el Reino Unido, donde existen plataformas que operan desde 2011, las más conocidas de las cuales son MarketInvoice y Platform Black. En ese país también existen otras similares, como el fondeo colectivo de proyectos, o *crowdfunding*, que establecen una relación directa entre agentes superavitarios y deficitarios y ya cuentan con un marco legal. En la misma ruta están otros países como Estados Unidos de América (EUA), Italia, España y Alemania en los cuales también se han puesto en marcha marcos legales que viabilizan el financiamiento alternativo.

En un contexto más cercano está el caso de Chile donde funciona la plataforma Cumplo que permite financiar facturas y adquirir préstamos personales. A diferencia de los casos del Reino Unido, en Chile esa plataforma no trabaja vinculada con bancos por lo que ha enfrentado embates legales del sistema financiero convencional que exige se le fiscalice. Sin faltar a la ley, Cumplo ha sabido establecer un mecanismo de operación que aprovecha algunos vacíos legales y desempeña los papeles de consolidar las garantías e informar sobre las operaciones vinculadas al financiamiento solicitado. En el Perú, el *invoice trading* tiene una mecánica similar, con algunas variaciones, a la operación de cesión del crédito a cobrar por la empresa a favor de una entidad financiera, conocida como *factoring* o factoraje, que contempla la Ley General de Bancos.

Un modelo de ese tipo enfrentaría barreras legales en el país porque este producto no lo ofrece la banca tradicional y requiere de algunos procesos que solo pueden realizar intermediarios financieros reconocidos, no necesariamente bancos. En este caso los fondos de inversión también pueden cumplir este rol.

La democratización de la banca haría posible que los intermediarios fuesen prescindibles, además de permitir mejores condiciones de endeudamiento para los pequeños empresarios y un abanico amplio de opciones para los inversionistas en busca de rentabilidad.

En este contexto, el presente estudio busca analizar la viabilidad legal, operativa y económica y establecer las bases preliminares para el desarrollo óptimo de este instrumento financiero en el Perú. El estudio recomienda los aspectos legales a tener en cuenta, mas no busca enunciar cambios específicos

a la legislación ni sugerencias puntuales a leyes que estén en elaboración o que aún no estén planteadas. Al proponer una modalidad de operación de la plataforma se analizarán los papeles que deberán cumplir los participantes y los temas a considerar al definir estos documentos y alianzas.

Una limitación de la investigación es que no incluye un análisis de rentabilidad del proyecto debido a que se acepta como supuesto que este es rentable y viable. Esta limitación no restringe la elaboración y el análisis de un modelo económico, el cual se regirá bajo las principales variables de impacto y materialidad sobre sus operaciones para estimar los posibles escenarios pero sin dejar de tener en cuenta que los rendimientos obtenidos no se ven garantizados por el presente estudio.

Por ser un tema de investigación nuevo en el mercado, no existe un estudio acerca de la factibilidad del *invoice trading* en el país, por lo que el estudio ha tomado como fuente primaria la perspectiva de expertos y como fuentes secundarias informaciones periodísticas, portales web de instituciones públicas y artículos académicos publicados por universidades y otras instituciones.

Ya que se trata de un diagnóstico, la etapa de la investigación se ocupa sobre todo del análisis del entorno, con énfasis en los aspectos del contexto legal y económico, y la evaluación de otras experiencias que se desarrollan en el mundo en la actualidad. Su perspectiva debe ser útil para potenciales inversionistas, empresas corporativas con cuentas por pagar y experiencia en *factoring*, empresas medianas y pequeñas que suelen tener necesidades de financiamiento de capital de trabajo e inversionistas individuales. Igualmente, para las empresas, tanto que ofrecen las facturas a financiar, que pueden ser pequeñas y medianas empresas (pymes), como para los beneficiarios o propietarios de las facturas.

Para desarrollar estos contenidos el libro se divide en cuatro capítulos:

- El primer capítulo introduce la temática del estudio, para lo cual revisa los conceptos básicos que se han desarrollado en el proceso de creación y consolidación del *invoice trading* y examina sus características y las experiencias en otros países con el fin de identificar y plantear los factores críticos de éxito. Define el aparato conceptual

y el escenario contextual en el cual este instrumento de financiamiento se desarrolla.

- El segundo capítulo analiza el marco normativo peruano con el propósito de determinar la viabilidad legal de aplicación de este instrumento, sus características y la estructura que una plataforma de *invoice trading* podría tener en el país.
- El tercer capítulo estudia la viabilidad económica de aplicación de una plataforma de *invoice trading*, para lo cual examina su potencial oferta y demanda con base en el conocimiento de expertos conocedores del sector financiero y de las empresas peruanas, y en una encuesta a potenciales inversionistas.
- El cuarto capítulo desarrolla una propuesta de plataforma de *invoice trading* a nivel de perfil, para lo cual realiza una investigación exploratoria de mercado del modelo de negocio y los riesgos inherentes al desarrollo del *invoice trading* en el Perú. Además, evalúa el mercado de Lima Metropolitana para identificar los factores críticos de éxito, a través de encuestas aplicadas a una muestra elegida por conveniencia, y proyecta una simulación destinada a evaluar su rentabilidad, riesgos y sensibilidad.

Finalmente, se presentan las conclusiones del análisis realizado y se formulan las recomendaciones que se desprenden de ellas para el desarrollo del *invoice trading* en el país.

1

Marco conceptual y contextual

El presente capítulo introduce al tema del estudio, para lo que revisa los conceptos básicos que se han desarrollado en el proceso de creación y consolidación del *invoice trading* y examina sus características y las experiencias en otros países con el fin de identificar y plantear los factores críticos de éxito. Define así el aparato conceptual y el escenario contextual en el cual este instrumento de financiamiento se desarrolla.

1. Marco conceptual

Debido a que el producto es nuevo dentro del mercado global, y no se evidencia una base teórica precisa y exacta respecto de sus características, se parte de las definiciones operativas más aceptadas.

1.1. *Crowdfunding*

El *crowdfunding* es una forma de financiamiento colectivo, lo que no constituye una actividad nueva pues existe desde hace mucho tiempo, sin embargo, se ha perfeccionado mediante el uso de la tecnología. Según Steve Dresner:

Crowdfunding, a veces llamado ‘financiamiento colectivo’ o ‘inversión colectiva’, se define por lo general como la cooperación colectiva de personas

que juntan o mancomunan sus fondos, usualmente por Internet, para respaldar el esfuerzo de otras personas u organizaciones (Dresner, 2014, XI [Traducción propia]).

En la actualidad el término se aplica al financiamiento de títulos de renta variable (*equity*) y/o al apalancamiento (*leverage*) para empresas en etapas tempranas de su actividad.

Está regulado desde 2012 en EUA, Reino Unido, Alemania, Italia y España mediante la especificación de montos a recaudar, montos a aportar y otros aspectos similares, con el fin de evitar que se convierta en una modalidad de lavado de activos o de estafa hacia los potenciales inversionistas.

1.2. *Invoice trading*

El *invoice trading* es el financiamiento a través del descuento de facturas por medio de recursos del público. Permite que los inversionistas individuales sean quienes transfieran directamente esos recursos a los solicitantes o que medie una institución como un banco o un fondo de inversión.

A diferencia del *crowdfunding*, que financia empresas en etapas tempranas, el *invoice trading* se dirige a empresas que ya están operando y necesitan financiar capital de trabajo. Es un modelo muy similar al traspaso de cobranza futura de los créditos o facturas a futuro (*factoring*) por estar respaldado en el descuento de facturas o en la cesión de pagos a proveedores (*confirming*), un servicio financiero consistente en gestionar los pagos de una empresa a sus proveedores nacionales y que incluye para el acreedor la posibilidad de cobrar los pagos con anterioridad a su fecha de vencimiento.

Esta modalidad tiene definiciones como:

Empresas venden sus facturas con un descuento a un *pool* de inversionistas individuales y/o institucionales con lo que reciben fondos inmediatamente, luego (los inversionistas) esperan a que la factura sea pagada (Baeck, Collins & Zhang, 2014, 8).

Invoice trading es la versión *on line* del descuento de facturas, es mucho más flexible y de más rápido acceso para los negocios. Tu negocio puede captar fondos para capital de trabajo con la venta de facturas *on line*

impagas a una red de inversionistas. Estos inversionistas adelantan por encima del 90% del valor impreso en la factura a cambio de un pequeño *fee* (www.alternativebusinessfunding.co.uk).

En caso de no recibir el pago, la plataforma se encarga de la cobranza. Dentro de las ventajas de este modelo está el que se puede conseguir el financiamiento en menos de 48 horas sin tener historial crediticio previo y entre las desventajas se considera el hecho de que la empresa que tiene la correspondiente deuda por pagar debe ser previamente evaluada por la sociedad administradora de fondos de inversión (SAFI).

1.3. Financiamiento alternativo

Al respecto Allen, Carletti, Qian y Valenzuela (2013) presentan una división del sistema financiero como parte del análisis de la relevancia del financiamiento alternativo en países en vías de desarrollo y, aunque no ofrecen una definición exacta de cada uno de estos, describen características que pueden llevar a diferenciar un sector de otro.

Su clasificación incluye cuatro sectores:

- Banca y sector intermediario, sobre el que no se da una definición exacta pero se describe como un sector que es muy exigente con la información que solicita a los clientes.
- Mercado financiero de acciones y bonos, emisión de bonos y acciones en el mercado primario en busca del financiamiento de las empresas.
- Sector internacional, que refiere la categoría de mercado financiero a un contexto de globalización en el que se pueden captar fondos de otros países y que solo puede ser accesible para empresas bien consolidadas.
- Sector alternativo.

Respecto de este último, los autores citados sostienen que el financiamiento alternativo tiene casi tanta relevancia como el financiamiento bancario:

Además de los sectores mercado financiero e intermediario, hay dos canales más de financiamiento: financiamiento interno, o financiamiento

generado por la propia empresa (retención de utilidades), y canales de financiamiento alternativo (externo), definido como todo recurso no proveniente del mercado, ni de los bancos, ni del exterior, no se cuenta con mayor información relevante al respecto pero sabemos que en la mayoría de los países son las empresas pequeñas y medianas las que confían en el financiamiento alternativo (Allen *et al.*, 2013, 759-760).

Aryeteey (2008) presenta una clasificación rescatada del análisis que hizo W. F. Steel sobre Ghana, en el que se distingue entre financiamiento formal, semiformal e informal (cuadro 1.1).

Cuadro 1.1. Fuentes de financiamiento: tipos por instituciones y clientes

Tipo	Definición	Instituciones	Clientes
Bancos formales	Autorizados por el banco central	Bancos comerciales y de desarrollo	Grandes empresas, gobierno
Instituciones no bancarias especializadas	Autorizados por el banco central	Bancos rurales, bancos postales, compañías de ahorro y crédito, tomadores de depósitos, microfinancieras	Grandes empresas rurales, trabajadores asalariados, pequeñas y medianas empresas
Semiformales	Legalmente registrados, pero no autorizados como instituciones financieras por el banco central	Uniones de crédito, organizaciones no gubernamentales para microfinanzas	Microempresas, emprendedores y pobres
Informales	No están legalmente registrados a escala nacional (aunque podrían estarlo como asociación)	Ahorristas y prestamistas, entre otros	Autoempleados y pobres

Fuente: Aryeteey, 2008, 5.

Alrededor de esta idea Baeck, Collins y Zhang (2014) definen al financiamiento alternativo como un término que abarca una gama de modelos en los cuales personas prestan dinero a otras personas o negocios, sea buscando rentabilidad o como donaciones. Otros autores distinguen entre financiamiento formal y financiamiento alternativo, y consideran como modalidades de financiamiento alternativo a los créditos comerciales y el *factoring*; también resaltan la necesidad de las empresas de banca formal de

ofrecer servicios que faciliten estas gestiones y a las empresas que buscan financiarse.

1.4. *Fintech*

El término *fintech* se refiere a las tecnologías financieras (*finance technologies*). Diversos autores indican que estas tecnologías financieras se remontan más atrás del presente siglo. Arner, Barberis y Buckley (2015) ubican sus inicios en 1866 con el uso del telégrafo, las vías de tren o los barcos de vapor en las dos orillas de un río, todos enlazados entre sí. De esta manera, las interconexiones se expandieron dando lugar a una temprana globalización. El periodo de posguerra trajo los primeros esbozos de las computadoras cuando se hizo crucial la codificación de la información, lo que antecedió a la siguiente revolución tecnológica financiera con la introducción de los ATM o cajeros automáticos en 1967. Como consecuencia de ello nacieron diversas empresas proveedoras de tarjetas de crédito.

Según los mismos autores, la siguiente gran revolución ocurrió en 1987 gracias al desarrollo de los servicios financieros digitales tradicionales, lo que permitió un mejor manejo de la información y, en consecuencia, una mejor gestión del riesgo. Internet fue crucial al dar lugar a plataformas como Bloomberg, entre otras. Durante 2008 y 2009 se inició una nueva era caracterizada por la democratización de los servicios financieros digitales a raíz de la creación de alternativas ante la caída de aquellos ofrecidos por la banca frente a la crisis.

Gulamhuseinwala, Bull y Lewis (2015) definen los *fintech* como servicios-productos financieros desarrollados por empresas en línea (*on line*), no bancarias ni aseguradoras. Los productos *fintech* ofrecen formas alternativas para acceder a una variedad de servicios, desde transferencias de dinero hasta financiamiento de proyectos. Los autores señalan que los jóvenes de altos ingresos están adoptando este tipo de productos.

1.5. *Factoring y confirming*

No existe una definición oficial sobre lo que es el *factoring*. Esta se ajusta a los procesos y a los marcos legales del país donde opere la empresa que lo provea. Lo que significa que puede tener más de una definición aceptada,

por lo cual las definiciones que se usan en este trabajo se refieren al marco legal vigente en el Perú.

Desde un punto de vista operativo, la Asociación de Bancos del Perú (Asbanc) define el *factoring* como:

[...] un producto financiero mediante el cual una empresa proveedora de servicios puede obtener liquidez inmediata a través de la venta de facturas por pagar como producto de sus ventas. Así, si una empresa tiene una factura que vence en más de 30 días puede vendérsela a un banco que ofrezca *factoring* para que este se encargue de cobrársela al deudor. Si bien la institución bancaria no entregará el íntegro del valor de la factura a la empresa proveedora (se descuenta una comisión o interés), se obtendrán ingresos en mucho menor tiempo (Asbanc, 2011).

En este mecanismo se pueden identificar tres actores:

- El factor, quien financia el adelanto de la factura, convirtiéndose en el acreedor de esta por el importe facturado y tendrá derecho de cobrarla a la empresa con la correspondiente cuenta por pagar.
- El cedente, quien es el acreedor original de la cuenta por cobrar que cede la factura al factor a cambio del adelanto de una parte del monto total de la factura.
- El *confirming*, quien es el cliente con la cuenta por pagar; es decir, mientras un proveedor con una cuenta por cobrar realiza un *factoring*, habrá un cliente realizando un *confirming*, quien certifica la validez de la deuda comercial.

Existen dos modalidades de *factoring*, con y sin recurso. En el *factoring* con recurso, el cedente conserva los derechos de cobro y el riesgo de que el cliente (el acreedor de la deuda comercial) no pague, por lo tanto el factor no asume los riesgos de repago de la deuda. En el *factoring* sin recurso, el factor asume todo el riesgo de que el cliente acreedor de la factura no la pague en el tiempo estipulado.

1.6. Intermediación financiera

El *invoice trading* cumple la función de reunir a potenciales inversionistas y pymes con necesidades de inversión y financiamiento, por lo que, partiendo

de esta definición y a escala global, sus actividades se excluyen del alcance de la intermediación financiera.

Para el contexto peruano existe una línea muy delgada entre lo que podría calificarse como intermediación financiera o no, diferencia que genera mayores compromisos para la puesta en marcha del *invoice trading* en el mercado, o ser considerado como actividad ilegal. Por ello es necesario tener en cuenta las definiciones de los organismos reguladores y de la ley.

Según la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), la intermediación de valores es la realización habitual por cuenta ajena de operaciones de compra-venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores que son objeto de oferta pública, así como las adquisiciones de títulos que se efectúan con el fin de colocarlos después y obtener una ganancia por diferencial de precio (SMV, 2017).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCR) define la intermediación financiera y a los intermediarios financieros en los siguientes términos:

Intermediación financiera es el proceso por el cual una institución canaliza recursos financieros de sectores con saldos superavitarios hacia aquellos deficitarios, constituyendo un mecanismo para movilizar y utilizar eficientemente los recursos.

Intermediario financiero es la empresa cuya actividad típica es la de recibir fondos del público y, mediante la transformación de plazos y cantidades, conceder créditos a aquellas personas o empresas que los necesiten. Existen dos tipos de intermediarios financieros: los bancarios (tomadores de depósitos) y los no bancarios (o mediadores) (BCR, 2011).

Según la Ley de Mercado de Valores, se consideran valores mobiliarios «... aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor»¹. La ley aplica este mismo concepto para negociaciones de derechos e indicadores vinculados a estos valores mobiliarios.

De acuerdo con la norma citada la oferta pública es «... la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas

1. Decreto legislativo 861, título I, artículo 3.

dirigen al público en general, o a determinados segmentos de este, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios»². Si en la oferta no se utilizan medios masivos de difusión se considera oferta privada³:

De otro lado el Código Civil, define el contrato de mutuo como aquel por el cual «... el mutuante se obliga a entregar al mutuuario una determinada cantidad de dinero o de bienes consumibles, a cambio de que se le devuelvan otros de la misma especie, calidad o cantidad»⁴. Al respecto, un especialista jurídico precisa:

Es uno de los contratos de mayor trascendencia y versatilidad, pues constituye el contrato más utilizado dentro del sistema financiero nacional e internacional y sirve también para satisfacer las necesidades económicas de la vida diaria, en diversos niveles y proporciones. Se le conoce como préstamo de consumo, por el cual el acreedor, llamado Mutuante, se obliga a entregar en préstamo una suma determinada de dinero o bienes consumibles denominados en su cantidad, calidad y especie a favor del Mutuario, quien se obliga a devolver en un plazo convenido otros bienes en igual cantidad, calidad y especie (Rodríguez Velarde, 2002).

La ley establece que los intereses deben ser pagados, en caso de no haberse pactado estos serán de acuerdo a ley y su no pago deberá pactarse y registrarse por escrito por ambas partes⁵.

2. Decreto Legislativo 861, Título I, artículo 4.

3. De acuerdo con el Decreto Legislativo 861, Título I, artículo 5:

- a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no podrán ser transferidos a terceros durante un plazo de doce (12) meses desde su adquisición, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores; y,
- b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a doscientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 250,000). En este caso, los valores no podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.

4. Decreto Legislativo 295, Libro VII (Fuentes de las obligaciones), Sección Segunda (Contratos nominados), Título V (Mutuo), artículo 1648.

5. Decreto Legislativo 295, Libro VII (Fuentes de las obligaciones), Sección Segunda (Contratos nominados), Título V (Mutuo), artículo 1663.

1.7. Riesgos

Todo contrato financiero genera riesgos a sus participantes. A falta de una referencia más cercana al caso del *invoice trading* se puede citar una clasificación más general de los riesgos (Martín Mato, 2009) que será utilizada a lo largo de la exposición para explicar los riesgos de cada uno de los involucrados (cuadro 1.2).

2. Marco contextual

Ya que el presente libro es un diagnóstico, la etapa de la investigación atiende principalmente el análisis del entorno con énfasis en los distintos aspectos del contexto (legal, económico) y la evaluación de otras experiencias que se desarrollan en el mundo en la actualidad.

2.1. Contexto global

Un fenómeno muy importante a considerar es el crecimiento del *invoice trading* a escala global, y los diversos casos exitosos que se pueden citar.

2.1.1. Tendencias

Un estudio reciente de la Universidad de Cambridge muestra el auge que vivió el sector *fintech* en Europa entre 2013 y 2015: un crecimiento del 92% en 2015, año en el que alcanzó los 5432 millones de euros, de los cuales 4400 millones procedían del Reino Unido, país pionero y hegemónico en el sector de financiación alternativa (Zheng, Wardrop, Ziegler, Lui, Burton, Alexander & Kieran, 2016).

Una evaluación sobre el Reino Unido (Baeck, Collins & Zhang, 2014) ubica al *invoice trading* como tercera modalidad de financiamiento alternativo, con un monto aproximado de 382 millones de dólares. El *P2P Business Lending* estaba en primer lugar con 1059 millones de dólares y el *P2P Consumer Lending* en segundo con 774 millones de dólares. Además, ocupó el cuarto lugar en crecimiento en el periodo 2012-2014 con el 174% de aumento de operaciones, el primer lugar fue para *Equity-crowdfunding* (con 410%), seguido por *P2P Business Lending* (con 250%) y *Reward-crowdfunding* (con 206%).

Cuadro 1.2. Contratos financieros: calificación de riesgos

Tipo	Denominación	Definición
Riesgos endógenos	Riesgos endógenos	Asociados a la conducta de los participantes de un contrato, provienen básicamente de la existencia de información asimétrica incompleta.
	Selección adversa	Tienen como denominador común la información oculta o escondida. Son problemas que ocurren antes de la firma del contrato (<i>ex ante</i>).
	Riesgo moral	Se da cuando un agente (quien deberá desempeñar una tarea u obligación en beneficio del principal) no es recompensado por su buen desempeño, o cuando no llega a pagar todos los costos derivados de sus actos de incumplimiento del contrato con un principal (quien se beneficiará con cierto contrato).
	Soluciones de los problemas de incentivos	Medidas tomadas en el contrato para mitigar los riesgos que se puedan presentar.
Riesgos exógenos	Riesgos exógenos	Los que no provienen de las partes del contrato sino de eventos externos. El principal mecanismo para la protección contra riesgos exógenos es la compra de seguros.
	Riesgos de demanda	Los vinculados al mercado como insuficiencia de ventas, entre otros.
	Riesgos de fuerza mayor	Los causados por desastres naturales o accidentes, entre otros.
	Riesgos políticos	Los asociados a acciones que puedan desarrollar las autoridades políticas de una manera general. Principalmente este tipo de riesgos consiste en modificaciones frecuentes o imprevistas del marco jurídico general.
	Riesgos financieros	Las variables predominantemente exógenas previstas en el flujo de fondos pueden adoptar valores que no permitan alcanzar la rentabilidad esperada.
Riesgos sociales (consecuencias)		En la medida en que los riesgos endógenos y exógenos sean cubiertos no habrá incertidumbre sobre dichos eventos.

Fuente: Martín Matos, 2009.

Esa misma evaluación registra que los negocios que solicitaron este tipo de financiamiento lograron recaudar el monto necesario en 8 horas, y que 3 de cada 4 negocios estarían dispuestos a tomar ese financiamiento si no encontraran una oferta similar en los bancos. El 17% de los inversionistas de esta modalidad son mujeres y el 77% tienen entre 35 y 54 años, lo que la hace la modalidad preferida de este grupo etario.

Con respecto de los solicitantes de financiamiento, el 85% buscaba capital de trabajo. Los factores que los negocios consideran relevantes para financiarse por *invoice trading* son principalmente la rapidez de esta herramienta, el control que ofrece y su facilidad de manejo (cuadro 1.3).

Cuadro 1.3. Reino Unido: ¿qué es lo que más valora de financiarse por *invoice trading*? (porcentaje de respuestas)

Factor	Muy importante	Importante	Normal	No es importante	Nada importante
Rapidez	71	24	5	0	0
Más control	53	37	11	0	0
Fácil de usar	52	29	19	0	0
Términos más flexibles	52	33	14	0	0
Más fácil de conseguir financiamiento	50	35	10	5	0
Transparencia	50	35	10	5	0
Mejor servicio	40	30	30	0	0
No se puede conseguir financiamiento en esos términos	37	26	21	11	5
No se puede conseguir esos fondos localmente	33	17	28	11	11
Mejores precios por las facturas	29	29	35	0	6
Costos más bajos	29	38	24	5	5
Curiosidad	5	5	53	11	26

Fuente: Baeck, Collins & Zhang, 2014, 49.

Otro factor significativo para el ascenso del *invoice trading* es el impacto positivo que su uso ha tenido en las empresas que se financiaron por esta vía, toda vez que el 90% tuvo un aumento de sus ingresos y/o ganancias y el 80% pudo incrementar el volumen negociado (cuadro 1.4).

Cuadro 1.4. Reino Unido: ¿qué ha pasado desde que se financia con *invoice trading*? (porcentaje de los negocios encuestados)

Factor	Aumentó	Siguió igual	Disminuyó
Ganancia/ingresos netos	90	10	0
Volumen de negocios	80	20	0

Fuente: Baeck, Collins & Zhang, 2014, 51.

Estos resultados han creado una predisposición al uso futuro y a la recomendación del uso del *invoice trading* por haber demostrado ser una herramienta eficaz (cuadro 1.5).

Cuadro 1.5: Reino Unido: ¿qué tan de acuerdo está con las siguientes afirmaciones respecto del *invoice trading*? (porcentaje de respuestas)

Factor	Muy de acuerdo	De acuerdo	Inseguro	En desacuerdo	Muy en desacuerdo
<i>Invoice trading</i> sería la primera opción si necesitara capital de trabajo	81	19	0	0	0
Utilizaría <i>invoice trading</i> si el banco no me diera mejores condiciones	48	29	14	0	10
Recomendaría a otros negocios usar <i>invoice trading</i>	62	24	14	0	0

Fuente: Baeck, Collins & Zhang, 2014, 51.

En España, también entre 2013 y 2015, las plataformas de financiación alternativa generaron 103 millones de euros e igualmente crecieron hasta el 75%. En 2015, el volumen de plataformas *fintech* aumentó el 39% respecto del 2014 al pasar de 36 millones de euros a 50 millones (Zheng *et al.*, 2016).

2.1.2. Casos de éxito en el mundo

Tanto en Europa como en América Latina existen casos de éxito de empresas que ofrecen el *invoice trading*. Brevemente, se exponen los casos de Platform Black, MarketInvoice y Cumplo.

Platform Black

Es una plataforma británica que opera con dos estrategias con el propósito de conectar a los agentes superavitarios con los deficitarios. Es *invoice trading* la que lidera la composición de la cartera de facturas de la empresa (cuadro 1.6).

Cuadro 1.6. Platform Black: muestreo de operaciones

Tipo	Monto negociado		Operaciones	
	Libras esterlinas	Porcentaje	Número	Porcentaje
<i>Invoice trading</i>	4,700,352	78.83	55	82.09
<i>Supply Chain Finance</i>	1,262,181	21.17	12	17.91
Total	5,962,533	100.00	67	100.00

Elaboración propia.

Este hecho responde a que la mayor parte del negocio de la plataforma se concentra en las solicitudes canalizadas directamente por los proveedores y, además, busca contactarse con los clientes corporativos para solicitarles que entreguen una cartera de facturas que deberán pagar a tiempo, lo que ofrece la oportunidad a sus proveedores de que soliciten adelantar su pago (Supply Chain Finance). Es decir, maneja una variante en el modelo de negocio de la que sigue el circuito regular del *factoring*.

Respecto de los diferentes sectores que se financian a través de esta plataforma, construcción factura la mayor proporción, seguido por manufactura (12%), educación (9%) y medio ambiente y químicos, cada uno con el 7%. Acerca del volumen de facturas negociadas, encabeza construcción con el 11% del total, seguido de medios y marketing con el 7%, al igual que seguridad. A diferencia de la información que se puede ver en las otras plataformas, la de Platform Black es apenas una muestra de sus operaciones.

Platform Black busca entablar contacto con empresas corporativas con el fin de darles la opción de financiar a sus proveedores, como se muestra en el diagrama adjunto, mas no con el proveedor, quien había sido considerado como solicitante en el caso anterior. Como se puede apreciar en el siguiente esquema, se dirige no solo a inversionistas individuales sino también a inversionistas institucionales, entre ellos familias, bancos, préstamos basados en activos (Asset-Based Lending [ABL]). Además, incluso la propia compañía podría financiar el pago adelantado de la factura (figura 1.1).

Platform Black también funciona a manera de subasta, para ello solicita a los interesados cierta información que se evalúa dentro de los cinco días útiles desde que se envía. Los solicitantes participan en una subasta con las facturas publicadas y la plataforma cobra a los inversionistas el 10% de lo que ganen.

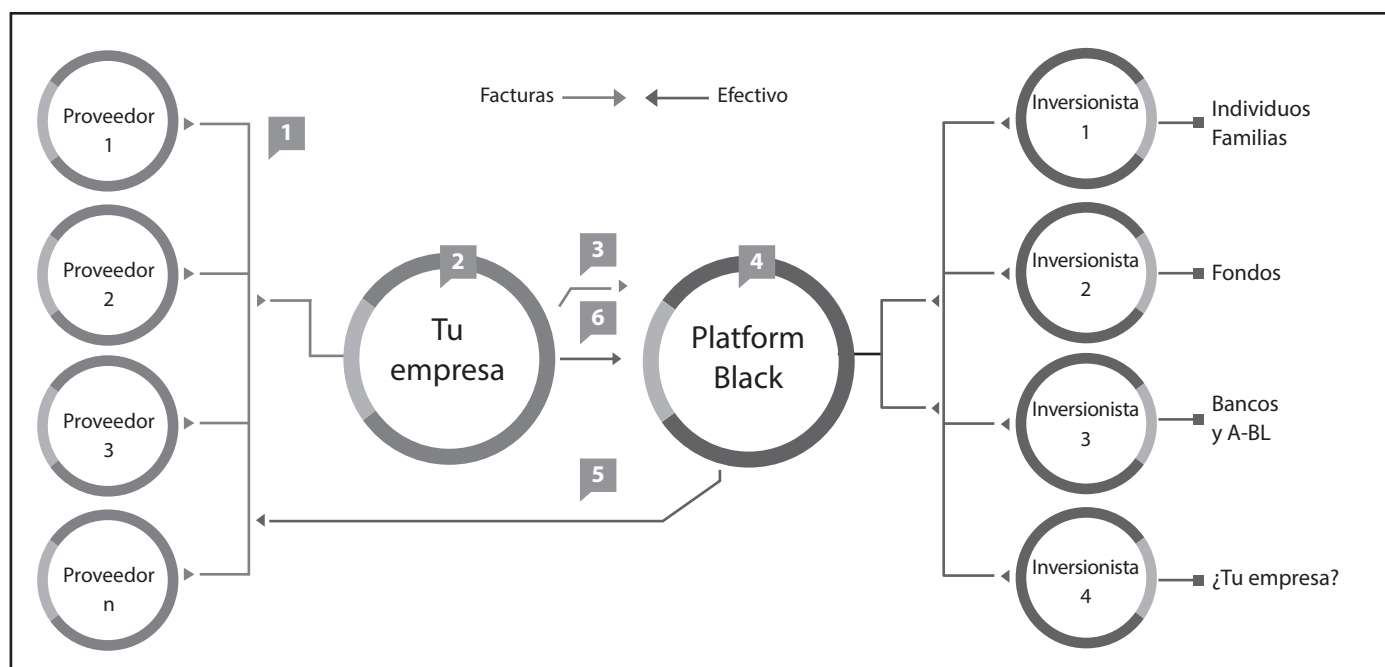


Figura 1.1. Platform Black: diagrama del proceso dirigido a clientes corporativos

NOTAS

1. Los proveedores abastecen de bienes y servicios normalmente facturados a tu empresa.
2. Tu empresa aprueba dichas facturas.
3. Tu empresa envía las facturas a Platform Black, ya sea:
 - a) Archivo de todas las facturas aprobadas por proveedor con la misma fecha de vencimiento.
 - b) Facturas aprobadas individualmente.
4. Platform Black publica las facturas para ser negociadas con inversionistas institucionales (entre otros).
5. Platform Black les paga a los proveedores al día siguiente de cerrada la negociación.
6. A la fecha de vencimiento de las facturas tu empresa le paga a Platform Black que redistribuye los pagos a los respectivos inversionistas.

Fuente: www.platformblack.com

MarketInvoice

Es una plataforma británica, la más antigua, que opera desde 2011. Al momento ha financiado más de 12,000 facturas. Mantiene operaciones en Europa y el Reino Unido y trabaja con distintas monedas (cuadro 1.7).

Cuadro 1.7. MarketInvoice: facturación negociada, por monedas, 2011-2017

Monedas	Operaciones (número)	Monto acumulado (libras esterlinas)
Euros	851	42,033,095
Libras esterlinas	10,347	593,355,762
Dólares EUA	1,061	74,423,779
Total	12,259	709,812,636

Fuente: www.marketinvoice.com

La plataforma ofrece distintos tipos de operaciones (cuadro 1.8), las cuales han crecido a un ritmo sostenido y cuyo máximo nivel de incumplimiento ha sido del 7% (cuadro 1.9).

Cuadro 1.8. MarketInvoice: facturación negociada, por tipo de operación, 2011-2017

Tipo	Operaciones (número)	Monto acumulado (libras esterlinas)
Jrl Supply Chain Finance	58	8,186,732
Licence Fee	74	6,353,604
Multi Debtor	756	50,169,833
Purchase Order	55	7,569,709
Standard	11,316	637,532,758
Total	12,259	709,812,636

NOTAS

Jrl Supply Chain Finance: oferta dirigida a clientes corporativos con facturas por pagar.

Licence Fee: facturas con más de 120 días de financiamiento a las que se les hace un adelanto estándar del 75%, eventualmente del 80%.

Multi-Debtor: MarketInvoice considera empresas que operan en bolsa y tienen un alto nivel de liquidez y pocas fluctuaciones, por lo que el riesgo de invertir en ellas es bajo (por lo general conocidas como *blue chip*) como aquellas que tienen facturas de más de 50,000 libras esterlinas. Las que no entran en esta categoría se unen en portafolios con otras facturas *blue chip* con el fin de ofrecerlas en paquete. Estos portafolios se consideran operaciones *Multi-Debtor*.

Purchase Order: con solicitud de posponer el pago.

Standard: con descuentos calculados en función al número de días que faltan para el pago de la deuda.

Fuente: www.marketinvoice.com

Cuadro 1.9. MartketInvoice: monto de facturación negociada, por tipo de operación, 2011-2017

Tipo	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Total
<i>Awaiting repayment</i>						588	2	590
<i>Overdue</i>				2	13	106		121
<i>Paid</i>	87	529	960	2,382	4,649	1,756		10,363
<i>Partially paid</i>		1				76		77
<i>Repurchase demanded</i>		21	4	11	28	14		78
<i>Repurchased</i>			2	190	562	276		1,030
Total	87	551	966	2,585	5,252	2,816	2	12,259
Cumplimiento (%)	100	96	99	92	89	83	s. d.	s. d.

Fuente: www.marketinvoice.com

Tanto MarketInvoice como Platform Black solicitan que el inversionista postule y responden después de 5 días útiles. La participación de los potenciales inversionistas en el financiamiento de una factura también se define por medio de una «subasta holandesa»⁶ y según una clasificación que considera las categorías inversionista individual, institucional o de altos ingresos. El monto mínimo para empezar a participar es de 50,000 libras esterlinas.

Las facturas de los solicitantes pueden estar pendientes de pago hasta por 5 meses y no se aceptan facturas entregadas por adelantado, es decir, facturas que no hayan tenido la correspondiente contraparte en la entrega del producto o del servicio. La guía para los inversionistas indica que los fondos se administrarán a través de un fideicomiso. El inversionista podrá manifestar su voluntad a través de la plataforma, la cual ejecutará su pedido mediante el fideicomiso. El proceso de colocación sigue un flujo bastante sencillo (figura 1.2).

Dentro de los requisitos se indica que las cuentas deben abrirse con el Barclays Bank. Para retirar los recursos del fideicomiso se debe esperar 24

6. Es una modalidad en la que cada potencial inversionista propone un monto y una tasa a establecerse en términos anuales. Se escogen las tasas de menor a mayor hasta completar el monto a financiar, considerando para todos los inversionistas una misma tasa. La tasa elegida será aquella propuesta por el último solicitante rechazado.

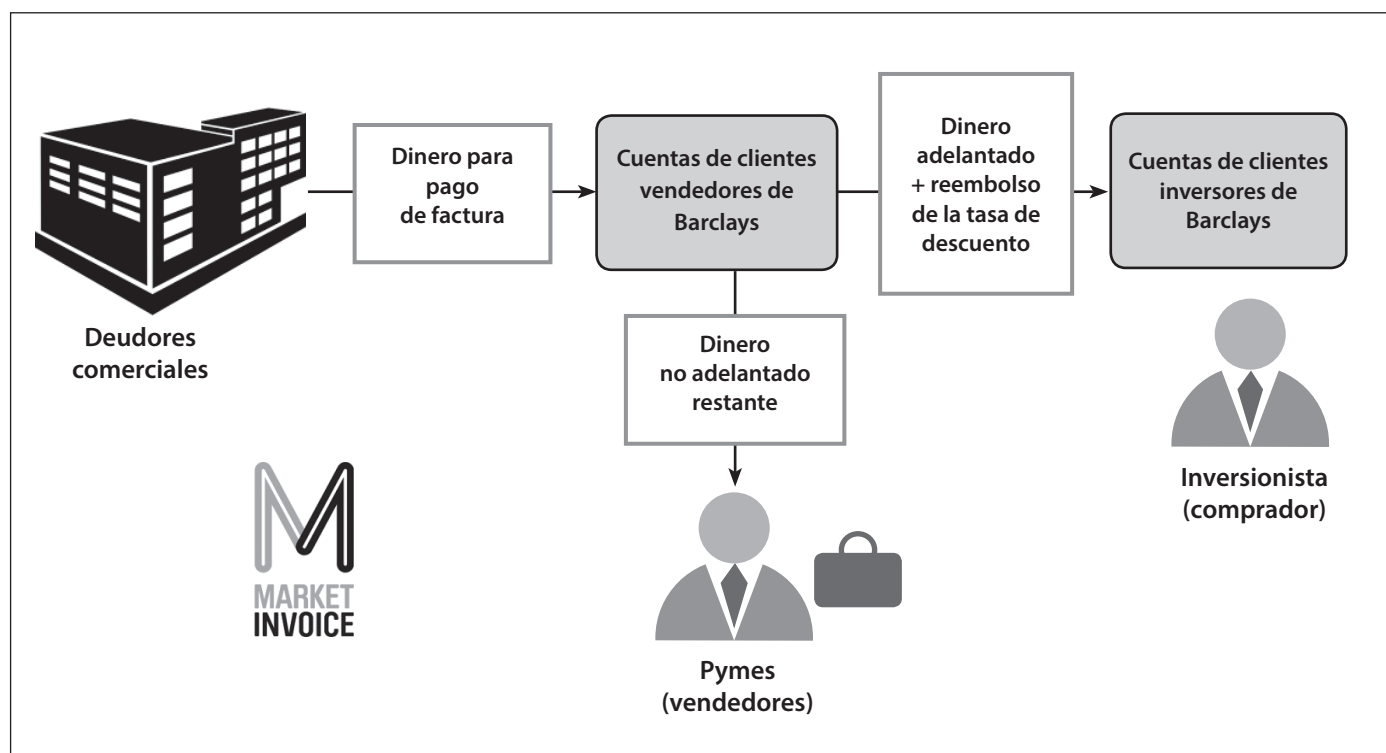


Figura 1.2. MarketInvoice: proceso de colocación de facturas

Fuente: www.marketinvoice.com

horas. Con el fin de asegurar la liquidez de la plataforma, entre el 75% y el 85% del total del fideicomiso del inversionista se invertirá regularmente.

Para postular, el solicitante debe presentar sus estados financieros a través de las plataformas contables más usadas en el Reino Unido, las autorizadas en la página web son: Xero Add-On, Sage50 y Kashflow. La calificación se realiza por medio de estos canales y, según se afirma en la plataforma, no hay necesidad de consultar a los clientes del solicitante como parte de la calificación.

Las facturas pueden ser emitidas incluso a clientes de otros países y pueden estar denominadas en libras esterlinas, euros o dólares de EUA. En caso de insolvencia del cliente solicitante (quien debe pagar la factura en su momento) no se aplican moras ni se transgrede la relación con el cliente. También se requiere que el solicitante trabaje con Barclays Bank para realizar la operación.

Cumple

Esta plataforma opera en Chile. Ofrece préstamos para personas y empresas, financiados por inversionistas individuales y que permiten estructuraciones de deuda más flexibles que el mercado financiero. Por ejemplo:

- Deudas tipo bono *bullet*: pagan los intereses mensualmente mientras que la amortización de la deuda completa se realiza al final del plazo.
- Deudas cupón cero: pagan al final del plazo los intereses junto con la amortización total de la deuda, a las que pueden acceder empresas y personas naturales para préstamos de consumo.

Esta plataforma permite a los inversionistas establecer las tasas a las que quieren rentabilizar sus excedentes a través de una subasta holandesa para fijar la tasa más baja a favor del solicitante. Ofrece distintas modalidades de financiamiento: préstamos de consumo (personas), préstamos a través de sociedades de garantías recíprocas y préstamos como descuento de facturas. En la modalidad de préstamo contra facturas, el producto, como los europeos, tiene un flujo de operaciones sencillo (figura 1.3).

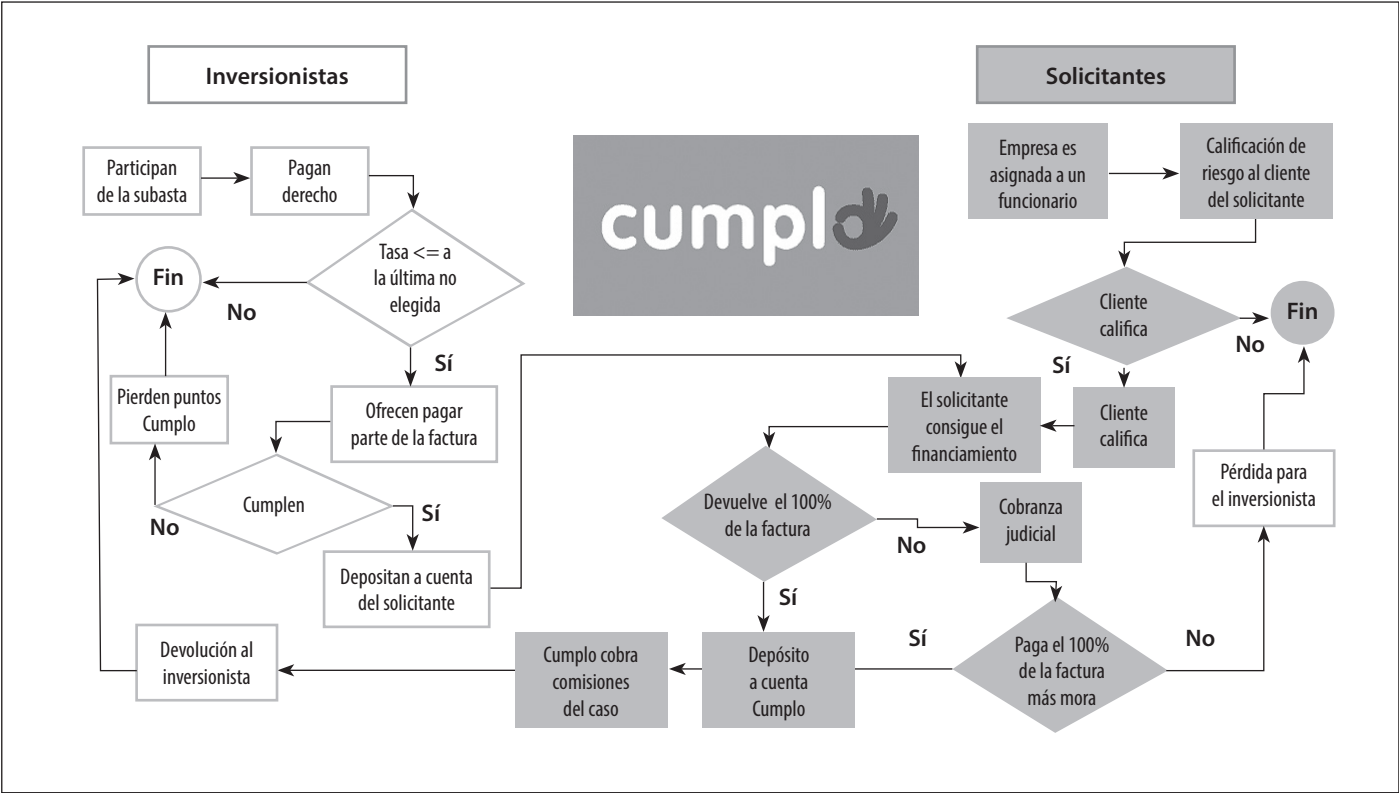


Figura 1.3. Cumpló: proceso de colocación de facturas

Elaboración propia.

Dentro de la oferta de valor de Cumpló hacia el solicitante destaca el hecho de no tener que recurrir ni molestar al cliente deudor para poder descontar la factura desde una línea de *confirming*. De esta manera no se afecta la relación comercial ni se da la oportunidad de tener mayor poder de negociación al cliente.

El solicitante debe acceder a esta plataforma a través de la web para ser objeto de una evaluación (tanto del solicitante como del cliente deudor de la factura), luego de la cual se le asigna un responsable que lo acompañará en esa y posteriores solicitudes. El responsable debe elaborar un informe que detallará la información necesaria para que los potenciales inversionistas puedan conocer el origen y los términos de la deuda y a los actores involucrados.

El solicitante debe asumir la responsabilidad del riesgo de no pago de la deuda en el tiempo estipulado (*default*), como en un *factoring* con recurso, para lo cual debe firmar los siguientes documentos:

- Endoso de la factura a favor de Cumpló.
- Cheque por el monto de la factura diferido a la fecha del vencimiento a nombre de Cumpló.
- Pagaré a favor de Cumpló por el monto de la factura.

De esa forma, la plataforma se asegura de contar con instrumentos que le permitan realizar la cobranza si los solicitantes no cumpliesen con el pago.

El préstamo entre los inversionistas y el solicitante se realiza directamente a través de la plataforma. Para evitar cualquier vinculación como intermediario, Cumpló establece que sean los inversionistas quienes depositen directamente en la cuenta del solicitante y establezcan el préstamo⁷ como un acuerdo directo entre el solicitante y cada inversionista. La adjudicación a los inversionistas se realiza mediante una subasta holandesa.

Ya que puede representar un riesgo para la operación el hecho de que el inversionista no honre su ofrecimiento, se ha establecido un programa

7. Que la ley peruana entendería como de mutuo.

de puntos (Puntos Cumpló) como requisito para que el inversionista pueda participar de las subastas. En caso incumpliera con sus compromisos se le sancionará descontando sus puntos y registrando estos eventos. La plataforma se encarga de la cobranza de los compromisos al solicitante, descontando los cargos de la operación.

La plataforma percibe los siguientes ingresos:

- Por la venta de los Puntos Cumpló que necesitan los potenciales inversionistas para participar de las subastas. Estos los adquieren los participantes desde el comienzo y los consumen a medida que resulten ganadores de las subastas.
- Por la estructuración requerida por el solicitante al momento de acudir a la plataforma por un préstamo.
- Por la gestión de cobranza y pago a los inversionistas.

Tras consultas a expertos legales acerca de la viabilidad de Cumpló en el mercado peruano se identificaron tres potenciales debilidades:

- Al establecer las garantías a su nombre, puede vincularsele (indirectamente) como un intermediario por ser el garante de la operación. Ante esto, Cumpló replica que no es un intermediario ya que solo ofrece el canal para que inversionistas y solicitantes interactúen, estableciendo las reglas para que lleguen a un acuerdo directo entre ellos.
- Si funcionara en el Perú del mismo modo que en Chile, a la luz de la Ley del Mercado de Valores podría interpretarse que realiza una oferta pública, razón por la que debería ser fiscalizada por la SMV. Algunos expertos sostienen que un mutuo no constituye un valor mobiliario, razón por la que no podría concluirse que Cumpló no realiza una oferta pública.
- Como la mencionada ley considera como oferta pública el ofrecimiento abierto de cualquier oportunidad de rentabilizar el dinero, la oferta de financiamiento podría interpretarse como realización de ofertas públicas a pesar de ser solo un mutuo.

Apreciando en conjunto estas experiencias se puede afirmar que el Reino Unido ha alcanzado un alto nivel de complejidad en la elaboración

de productos relacionados con el *invoice trading*, al punto de emitir no solo documentos individuales para ser descontados sino también portafolios de distintas facturas en las que puede incluir las de empresas de montos menores y probablemente más riesgosas.

Después de comparar las restricciones que el mercado peruano pone para las ofertas públicas, y entendiendo que estas son en defensa del consumidor financiero, se comprenden las restricciones que plantean las plataformas inglesas para la inscripción de nuevos inversionistas, como los altos montos de inversión requeridos y el proceso de selección que se les aplica.

Las empresas que utilizan *invoice trading* señalan como razones de su preferencia la rapidez, la flexibilidad y el control con los que pueden obtener financiamiento para capital de trabajo y las bajas tasas de interés que pueden obtener.

En las plataformas revisadas se registra un nivel promedio de siniestralidad del 7% del monto de las facturas, con índices muy parecidos entre el Reino Unido y Chile. En el caso chileno se registra que el 2% de los solicitantes han incurrido en morosidad.

En una de las plataformas del Reino Unido el crecimiento de las facturas financiadas ha sido del 100% anual. Se puede identificar la construcción, la manufactura y los servicios de educación, publicidad y seguridad como los principales generadores de operaciones de *invoice trading*.

2.2. Contexto local

Durante el 2017, de acuerdo con el Fintech Radar de la consultora Finnovista, las *fintech* de préstamos más grandes del mercado peruano superaron en bloque los 27 millones de soles en colocaciones, al entregar más de 13,000 créditos a personas y empresas, beneficiando principalmente al sector de la micro y la pequeña empresa (mype). Según un estudio del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y Finnovista⁸, el sistema *fintech* peruano es uno de los más prometedores de la región, con 45 empresas operativas,

8. <http://www.andina.com.pe/agencia/noticia-pcm-y-bid-presentan-esfuerzos-del-peru-para-mejorar-servicios-publicos-685834.aspx>

detrás de países más maduros en el plano digital como México (238), Brasil (230), Colombia (124), Chile (75) y Argentina (72) (BID & Finnovista, 2017).

El despegue de estas formas alternativas de financiamiento responde tanto a cambios en las normas como al surgimiento de experiencias exitosas de empresas *fintech*.

2.2.1. Tendencias

En los últimos años se han producido cambios en la legislación referente al *factoring*, a la libre disposición de depósitos individuales en las empresas administradoras de fondos de pensiones (AFP) y al uso de dinero electrónico como medida de inclusión financiera; además de consideraciones importantes en el mercado de valores ante el riesgo de ser clasificado como «mercado frontera».

En octubre del 2015 se promulgó la ley que modificó diversas normas para promover el financiamiento a través del *factoring* y el descuento⁹, norma que busca que el mercado sea más dinámico y competitivo al permitir la intervención de más actores. Esta ley estableció la obligatoriedad de emitir una tercera copia de las facturas comerciales, considerada como la factura negociable, y que el Registro Central de Valores y Liquidaciones (Cavali) se encargase de la desmaterialización y del registro de la emisión de facturas (Martínez & Sánchez, 2015). En aplicación de esta norma, la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (SBS) creó el Registro de Empresas de Factoring en el cual pueden inscribirse todas aquellas empresas que realicen este tipo de operaciones pero que no que se encuentren dentro de los criterios mínimos establecidos por la SBS para ser catalogadas como empresas de *factoring*. El procedimiento para la inscripción en el registro y las sanciones por incumplimiento las establece la SBS a través del reglamento correspondiente.

Tres años antes, la Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones¹⁰ dispuso la libre disposición de los depósitos individuales en las AFP al cumplir los 65 años. Esta norma contribuyó a generar en el mercado la

9. Ley 30308.

10. Ley 29903.

necesidad de contar con opciones de inversión para quienes decidan hacer una gestión independiente de sus fondos, para lo cual el *invoice trading* se presenta como una solución oportuna.

Igualmente en 2015 se aprobó la ley que regula las características básicas del dinero electrónico como instrumento de inclusión financiera¹¹. En esta norma se definieron las características del dinero electrónico:

- Ser almacenado en un soporte electrónico.
- Ser aceptado como medio de pago por entidades o personas distintas del emisor con efecto cancelatorio.
- Ser emitido por un valor igual al de los fondos recibidos.
- Ser convertible a dinero en efectivo según el valor monetario del que disponga el titular, al valor nominal.
- No constituir depósito ni generar intereses.

Actualmente se está elaborando la reglamentación del dinero electrónico comercial, lo que permitirá transacciones de mayores montos, suficientes para atender al mercado *business to business* (B2B). Para ello se cuenta con las Application Program Interface (API)¹², que permiten la conectividad con el desarrollo de la plataforma que se plantea¹³.

Desde mediados del 2015, de modo paralelo a estas modificaciones legales, el mercado de valores experimenta una turbulencia debida al riesgo de ser degradado en el Morgan Stanley Capital Index (MSCI) de la calificación como Emerging Market (EM) a la de Frontier Market (FM), la que compararía con mercados deteriorados como Argentina, Venezuela y Zimbabue. Esta recalificación se debería a que la Bolsa de Valores de Lima (BVL) no cuenta con el tamaño ni la liquidez suficientes para ser considerada como

11. Ley 29985.

12. Alude a la conectividad que una aplicación estándar puede lograr con otros desarrollos. Por ejemplo, el uso de las librerías de Google Maps a través de páginas web de cualquier empresa es posible a través de las API. En este caso, las API de Google Maps son lo suficientemente abiertas (*open source*) como para permitir que un desarrollo independiente pueda conectar con su información y reproducirla en tiempo real.

13. Entrevistas realizadas a un especialista en la billetera electrónica BIM, medio de pago electrónico promovido por Asbanc, y a otros expertos.

EM (Baltazar, 2015) y podría tener como consecuencia una fuga masiva de capitales, que podría estimarse entre 1.5 y 1.8 miles de millones de dólares.

Pese a que, en opinión de diversos especialistas, las características de la BVL son claramente las de un FM, a fines de septiembre del 2015 el MSCI postergó la decisión de reclasificación, permaneciendo hasta ahora en la clasificación de EM por las acciones de Credicorp Capital, Southern Copper y Buenaventura.

Para expertos, como el presidente ejecutivo (CEO) de HMC Capital Perú, conjurar este riesgo supone adoptar medidas correctivas de corto y de largo plazo. Dentro de las primeras se sugiere una mayor conectividad con otras bolsas, automatizar la generación de información y bajar el impuesto a la renta de capitales en el 5%. En cuanto al largo plazo se plantea tomar medidas regulatorias para permitir que las empresas puedan salir al mercado de capitales, ya que se tiene que lograr que la bolsa sea vista como mecanismo de ahorro, y medidas educativas, debido que son muy pocos los participantes en la bolsa; entre otros factores.

2.2.2. Casos de éxito en el Perú

Si bien en el Perú no hay antecedentes de *invoice trading*, se encontraron tres casos de interés para el presente estudio: los de Afluenta, plataforma que se dedica a otorgar préstamos personales y realiza subastas para determinar las tasas de interés; Prestaclub, que estructura deuda con garantía hipotecaria a través de títulos de crédito hipotecario negociables tanto para deuda comercial (empresas) como para deuda de consumo (personas); y Compass Group, fondo de inversión para financiamiento de *factoring* disponible para inversionistas individuales, en la que la participación de estos se limita a invertir pues las decisiones se adoptan de manera corporativa. A continuación, se revisarán caso por caso.

Afluenta

Es una plataforma argentina de préstamos para personas naturales que financia refacción y construcción de vivienda, compra o reparación de vehículos, consolidación de deudas anteriores, inversión en negocios nuevos, refinanciación de tarjetas de crédito, gastos de viaje, inicio de actividad

independiente, gastos de mudanza, celebración o decoración, inversión en educación, gastos médicos o de bodas y proyectos en general. Los préstamos se ofrecen hasta por aproximadamente 7065 dólares con hasta 48 cuotas para pagar. Para la colocación también utiliza la modalidad de subasta holandesa dirigida a los potenciales inversionistas para la fijación de las tasas. Legalmente, consiste en préstamos de persona a persona.

En el Perú funciona como una plataforma que ofrece el mismo producto. A los inversionistas les brinda una rentabilidad promedio del 18.7% anual que puede variar dependiendo de la calificación de riesgo del solicitante. Califica a los usuarios en perfiles A, B, C, D y E, aunque no se conoce el criterio con el que se establece esa calificación. El atractivo es la facilidad para pedir el préstamo en cinco minutos, similares plazos y tasas que la plataforma argentina.

Una vez que el solicitante pide registrarse se le indica la posibilidad de hacerlo como solicitante o como inversionista. La plataforma pide información muy sensible para la inscripción, como el número de cuenta bancaria. También requiere que, aunque haya registrado una cuenta bancaria personal, el potencial inversionista deba hacer un abono de 3000 soles a la cuenta de Afluenta para empezar a participar.

La inversión mínima que se puede hacer en una subasta es de 40 soles y no se puede invertir más del 20% de todo el fondo que uno tenga en una misma deuda. Esta restricción es importante porque una característica que destaca en estas opciones de financiamiento es que el inversionista pueda diversificar su deuda, en este caso obligándolo a invertir por lo menos en cinco deudas en simultáneo.

En el canal de consultas de la plataforma, entre los argumentos brindados para generar confianza en los potenciales inversionistas se informa que la seguridad de la plataforma se sustenta en el sello de calidad Certisur y que se ha recibido un monto de 8 millones de dólares de Eleva Equity.

Sin embargo, el registro de Afluenta Perú S. A. C. indica que se dedica a otras actividades de tecnología de la información y servicios informáticos. No se cuenta con mayor información acerca de la empresa. Al consultar con las centrales de riesgo se la reportó como deficiente y con pérdida potencial

en los meses de marzo y abril del 2015, respectivamente. Las referencias en las noticias se remontan a marzo del 2016, momento en el que se menciona como una empresa que ingresa al mercado peruano en la tendencia *fintech*.

Para el presente estudio en este caso son relevantes tres rasgos:

- Manejar un factor de diversificación de riesgo de por lo menos cinco préstamos para cada inversionista. Al parecer este es un parámetro tomado como *benchmark* de la experiencia en Argentina, pero que puede convertirse en un indicador del perfil del cliente latinoamericano.
- Aceptar una inversión mínima de 40 soles, con lo que se deduce que se puede justificar el ingreso de un participante en procesos de subasta; se entiende que este pequeño volumen de negocio genera los recursos para cubrir los costos de incluir a una persona adicional en la subasta, un parámetro que no puede tomarse necesariamente como *benchmark* porque puede estar sustentado en economías de escala dado que la plataforma ya opera en otros países.
- No ser necesario constituirse como empresa financiera para el funcionamiento de estas plataformas pero, como ya se ha visto, se puede estar sujeto a interpretaciones del auditor que tome eventualmente el caso de la plataforma, lo que puede generar costos para la organización en caso de infringir la ley.

Prestaclub

Este es un caso que solo se toma como referencia y en el que no se profundiza porque no realiza el descuento de facturas¹⁴. Lo interesante es que ha sabido hacerse de un espacio en el sistema de financiamiento alternativo generando confianza.

Fue fundado en 2003 y se dedica a generar operaciones crediticias basadas en títulos de créditos hipotecarios negociables (TCHN), que constituyen la garantía, para venderlos. De alguna forma, facilita la estructuración de

14. Entrevistas realizadas al ex CEO de Prestaclub y a un catedrático de la Universidad ESAN quien conoce de cerca el caso.

deuda y genera las garantías necesarias para luego ingresarlas al mercado financiero a través de empresas autorizadas como los fondos de inversión.

Compass Group

En nuestro medio existen diversos operadores dedicados a financiar adelantos de facturas y acreencias, uno de ellos es la SAFI SRM que se orienta al financiamiento de facturas internacionales a exportadores no tradicionales, caso no comprendido en el presente estudio. Interesa, en cambio, el caso de la SAFI Compass Group que, desde 2004, opera el Fondo de Inversión para Pymes con el objetivo específico de proporcionar capital de trabajo a ese tipo de empresas y cuyo capital suscrito asciende a 100 millones de dólares.

El informe de clasificación de riesgo (Equilibrium Clasificadora de Riesgo S. A., 2016) registra que ese fondo tuvo una participación en acreencias del 67.41% a fines del 2014 y del 60.70% en diciembre del 2015. Respecto de la composición del portafolio se indica que, al cierre del tercer trimestre del 2015, existía una concentración en los sectores comercio minorista (18.68%), bebidas y gaseosas (18.03%) y construcción (15.64%), seguidos de químicos básicos (9%), aceites y grasas (9%), logística y transporte (6%) y comercio mayorista (5%).

El esquema de funcionamiento (figura 1.4) muestra una secuencia de cuatro pasos:

- El origen de los recursos es el aporte de los inversionistas a la SAFI y/o al Fondo de Inversión para Pymes.
- Esos recursos se colocan, lo que genera contratos de obligación de pago con los clientes (deudores).
- Las obligaciones, a través de contratos de cesión de acreencias, se canalizan al fondo permitiendo que estas sean exigibles.
- El pago del 100% de la factura por parte de los clientes generará las ganancias para el fondo.

Para lograr una mayor interacción con los actores involucrados Compass Group ha generado el portal www.pagoaltoque.com, que permite el registro de las facturas, el cual es automático en el caso de empresas como Alicorp, Supermercados Peruanos, E. Wong, Cementos Pacasmayo, Gloria,

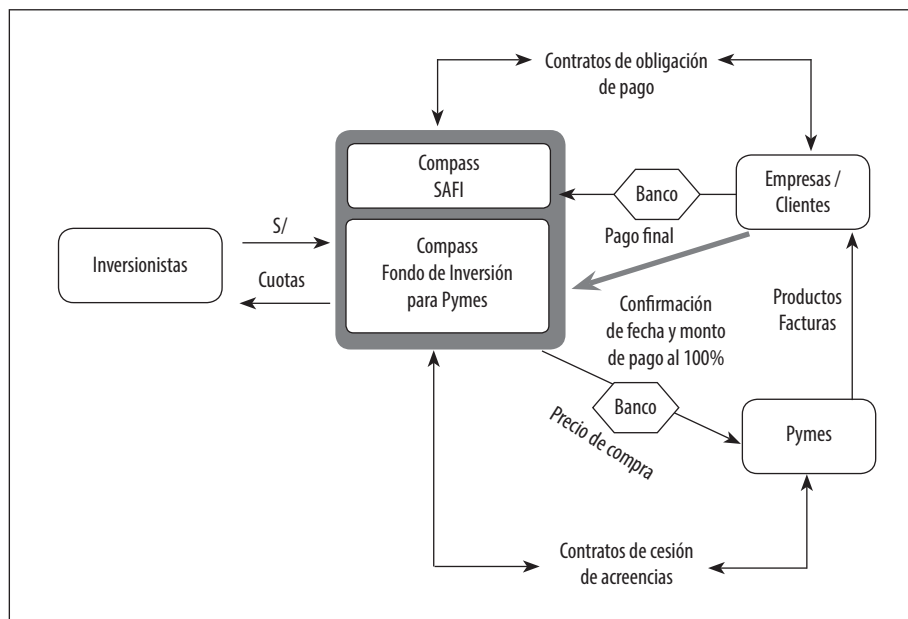


Figura 1.4. Compass Group: esquema de funcionamiento del Fondo de Inversión para Pymes

Fuente: Equilibrium Clasificadora de Riesgo S. A.

Quimpac y Palmas del Espino. Lo primero que se debe hacer es firmar una cesión de acreencias, luego, obtener la cesión por parte del cliente y, finalmente, afiliarse al programa cumpliendo con una documentación básica. Como se indica en el portal, esto no constituye un endeudamiento, no ocupa línea bancaria de ningún proveedor y el efectivo se abona a la cuenta del proveedor directamente.

En una mirada de conjunto se puede afirmar que el contexto peruano es favorable para el crecimiento del tipo de plataformas de financiamiento presentado debido a los cambios en la legislación sobre *factoring* y a la disposición de los depósitos en las AFP. Además, el funcionamiento y la normalización de las billeteras electrónicas permitirán una mayor apertura.

El desarrollo de estas plataformas no ha sido mayor principalmente por las restricciones que tiene la oferta pública de oportunidades de rentabilidad las cuales deben entrar en el marco regulatorio de la SMV y realizarse

mediante un intermediario financiero, en cuyo caso se estaría regulado por la SBS. Una alternativa para lograr que esto no ocurra es ser quien facilite la comunicación entre agentes superavitarios y deficitarios que establezcan una relación de mutuo, es decir, un compromiso que no ataña a nadie más que al prestamista y el prestatario. Aun así, la consolidación de garantías a favor de una plataforma de *invoice trading* podría presumirse como una forma de intermediación, dejando a criterio del auditor la suerte de la plataforma.

CON ESTAS CONSIDERACIONES es posible emprender el estudio de la viabilidad de una plataforma de *invoice trading* en el Perú.

2

Viabilidad legal de una plataforma de *invoice trading*

El desarrollo de una plataforma de *invoice trading* se encuentra definitivamente condicionado por el marco normativo y regulatorio nacional. Por ello, resulta pertinente analizar los alcances y las limitaciones legales que la afectarían y a los que tendría que adecuarse como forma de financiamiento colectivo de las facturas, además de establecer los procedimientos y las formas legales para su correcto desenvolvimiento en el mercado. Estos son los objetivos del presente capítulo.

Esta tarea se aborda desde una doble perspectiva: la específica, que corresponde a inversionistas y proveedores o clientes corporativos, y la general, que analiza las implicancias comunes de la base legal (figura 2.1).

1. Inversionistas

Es importante definir claramente el producto a crear para identificar los alcances legales a los que debe acogerse, por ello se parte de considerar que el *invoice trading* es una operación que permite el encuentro de inversionistas y pymes con la finalidad de adelantar el cobro de sus facturas a una tasa más competitiva que la de la banca tradicional. Esto debido a que permite que los inversionistas tengan contacto directo con las pymes a través de la plataforma de *invoice trading*, lo que evita la intermediación financiera y sus altos costos.

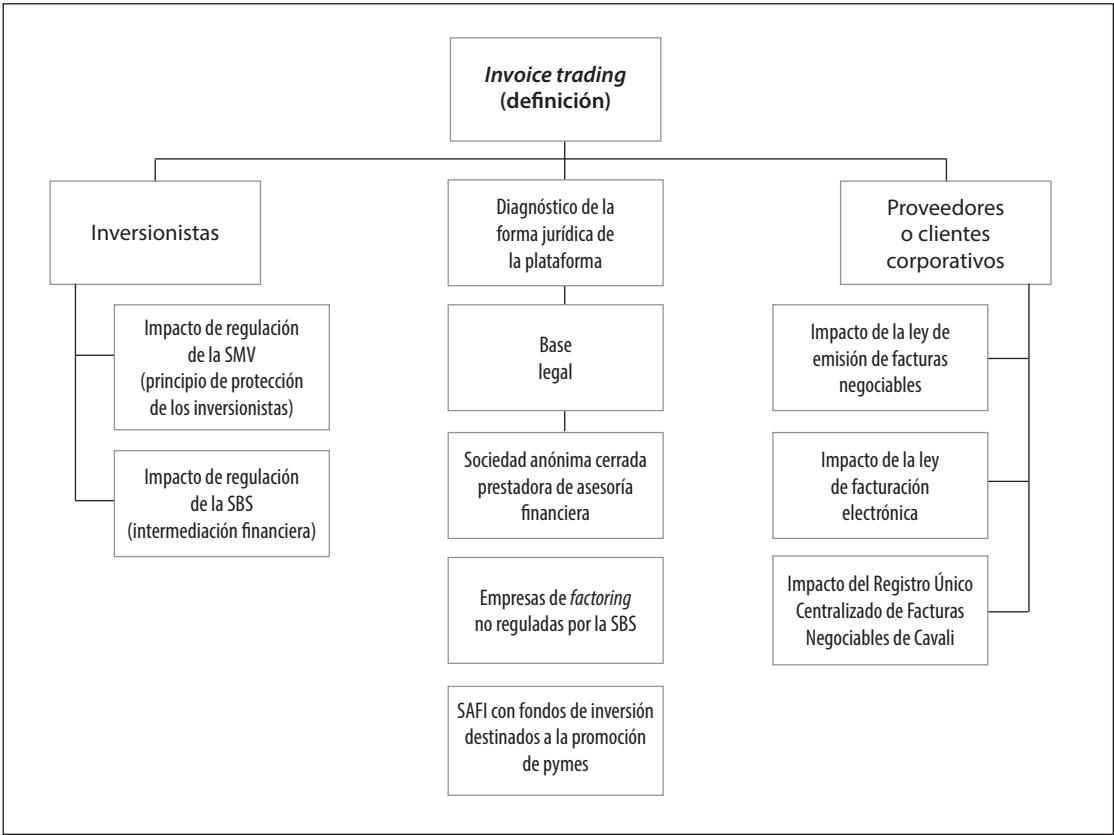


Figura 2.1. Invoice trading: esquema de análisis legal
Elaboración propia.

Respecto de los inversionistas se analizan a continuación los impactos regulatorios más importantes que provienen de la SMV y de la SBS.

1.1. Marco regulador de la Superintendencia del Mercado de Valores

Por su naturaleza, el *invoice trading* sería de observación obligatoria para la SMV, ente regulador del mercado de valores que vela por la protección de los inversionistas y prohíbe que un ente no autorizado ni regulado pueda realizar libremente una oferta pública de opciones de inversión en valores mobiliarios.

Por esta razón, un primer punto importante es establecer si la intervención de la plataforma califica como intermediación en el mercado de valores. Al respecto, la Ley del Mercado de Valores señala que existe intermediación en la realización habitual de compra, venta, comisión o negociación de valores mobiliarios a cuenta de un tercero. Asimismo, la norma indica que hay intermediación en la adquisición de valores por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos luego en el público y ganar un diferencial de precio¹⁵.

Como el *invoice trading* tiene el propósito principal de propiciar un entorno de concurrencia de agentes superavitarios y deficitarios para que puedan concretar operaciones de compra o negociación de las facturas, de modo que los usuarios tengan la libertad de acordar rentabilidades y riesgos respecto de la operación, no se encuadraría en la definición de intermediación en el mercado de valores.

Un segundo tema a dilucidar es si las facturas negociables a financiarse en la plataforma califican como valores mobiliarios. Para este punto también es importante partir de la definición de la Ley del Mercado de Valores para la cual:

Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.

15. Decreto Legislativo 861, artículo 6.

Para los efectos de esta ley, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores.

Cualquier limitación a la libre transmisión de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo carece de efectos jurídicos¹⁶.

En este sentido, las facturas a negociarse en la plataforma tienen el carácter de valores mobiliarios debido a que son libremente negociables y otorgan derecho a sus titulares acerca de su valor patrimonial.

El tercer tema relevante a determinar relativo a las operaciones que efectúan los inversionistas se refiere al carácter de las subastas. Si se asume que estas son ofertas públicas, deberían ser reguladas por la SMV y solo podrían realizarlas instituciones o empresas autorizadas para ello, como fondos de inversión, SAFI, fondos mutuos y sociedades administradoras de fondos mutuos. Sin embargo, las subastas también podrían efectuarse como oferta privada, en cuyo caso debe dirigirse la oferta a grupos cerrados como una asociación, un colegio profesional o un sindicato, entre otros, que se comunica por canales exclusivos (no abiertos ni públicos) de ese grupo cerrado. Alternativamente, podría hacerse la oferta pública con instrumentos financieros que no se consideren valores mobiliarios, lo que no está respaldado por la ley como tal sino que aprovecha un vacío legal y más que un argumento legal irrefutable, deja la validez del argumento a criterio del auditor que lo evalúe (escenario incierto que conlleva riesgos).

1.2. Marco regulador de la Superintendencia de Banca y Seguros

De acuerdo con la Ley del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros¹⁷ existe intermediación financiera en las operaciones de la plataforma, las que entonces deberían ser reguladas por la SBS, puesto que consisten en captar fondos del público (agentes superavitarios) para prestarlos a otras personas naturales o jurídicas (agentes deficitarios) con necesidades de financiamiento a cambio de una tasa de interés.

16. Decreto Legislativo 861, artículo 3.

17. Ley 26702.

No obstante, las experiencias revisadas muestran que en la práctica las empresas han logrado eludir este marco regulador mediante la celebración de contratos de mutuo entre las partes, de manera que el adelanto recibido por el agente deficitario asume la figura legal de deuda individual o empresarial asumida directamente con el agente superavitario.

2. Base legal

En este acápite se hace un diagnóstico de la forma jurídica de la plataforma, y se estudian la constitución y la regulación de los fondos de inversión y sus sociedades administradoras.

2.1. Diagnóstico de la forma jurídica de la plataforma

Con el fin de evaluar la forma jurídica que la plataforma deberá adoptar para ejercer sus actividades sin trabas legales se analizaron las formas jurídicas de tres tipos de empresas (cuadro 2.1), con base en las leyes y las regulaciones que las rigen. El resultado es que la forma jurídica que está habilitada para realizar todas las funciones del *invoice trading* sería la SAFI, con fondos constituidos exclusivamente para la promoción de financiamiento a las pymes.

En julio del 2015 fue aprobado y publicado el Reglamento de Factoring, Descuento y Empresas de Factoring¹⁸, el cual permite la constitución de empresas de *factoring* no comprendidas en el ámbito de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, siempre y cuando el saldo contable de las operaciones en ese rubro no supere el importe de 800 millones de soles durante dos trimestres consecutivos ni se pertenezca a un conglomerado financiero o mixto.

La norma regula también otras alternativas no consideradas como tema de estudio debido a que aún enfrentan barreras legales, como realizar ofertas públicas para captar fondos de los inversionistas.

18. Resolución SBS 4358-2015.

Cuadro 2.1. Empresas financieras: principales competencias por forma jurídica

Principales competencias	Empresa de asesoría financiera	Empresa de <i>factoring</i> no regulada por la SBS	SAFI con fondos de inversión destinados a pymes
Captar inversionistas e invitarlos a participar en las subastas			X
Realizar ofertas públicas o privadas			X
Brindar asesoría financiera	X	X	X
Realizar actividades de <i>factoring</i>		X	X
Gestionar y administrar garantías para prevenir la morosidad o el no pago de facturas (pagarés, cheques diferidos, endoso de facturas)	X	X	X
Participar en Cavali para usar el Registro Centralizado de Facturas Negociables		X	X
Realizar intermediación financiera		X	X
Realizar intermediación en el mercado de valores		X	X

Elaboración propia.

2.2. Constitución y regulación de los fondos de inversión y sus sociedades administradoras

La SAFI es un agente económico que se constituye para administrar uno o más fondos de inversión públicos o privados y, en el caso del *invoice trading*, para cumplir con el papel de ser el titular y el administrador de todas las operaciones de la plataforma.

De acuerdo con la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras¹⁹, la SMV solo supervisa la oferta pública; es decir, que las SAFI que desean administrar recursos obtenidos por oferta pública deben ser autorizadas y reguladas por la SMV. Por otro lado, la oferta privada se rige por las condiciones y las políticas acordadas entre las partes vinculadas sin intervención obligatoria de la SMV.

Esta ley señala que el capital social mínimo que se requiere para constituirse como SAFI es 750,000 soles, que deben ser aportados en efectivo. Se asume que para el grupo de interés no es una barrera de entrada este requisito de constitución ya que existen entidades como el BID o la Corporación Financiera de Desarrollo (Cofide) que buscan fomentar y diversificar las alternativas de financiamiento en el mercado.

Tanto la ley sobre fondos de inversión como la ley sobre valores establecen que el patrimonio neto de la sociedad administradora no debe ser inferior al 0.75% de todos los fondos que mantiene bajo su administración.

Asimismo, la primera de esas leyes señala que la sociedad administradora debe constituir una garantía a favor de la SMV como respaldo de los compromisos contraídos con sus participantes por un importe no inferior al porcentaje que por norma de carácter general ha establecido la SMV, y dispone que la sociedad administradora debe contar con un comité de inversiones por cada fondo de inversión administrado, el cual debe estar integrado por no menos de tres personas naturales con la función principal de tomar decisiones de inversión sobre los recursos que administran.

19. Ley 27641.

La ley define los fondos de inversión como un patrimonio autónomo integrado por los aportes de personas naturales o jurídicas para su inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos. El patrimonio se estructura y forma con las cuotas que aportan sus participantes, las cuales se representan con certificados de participación y se colocan por oferta pública o privada, además de ser transferibles o adoptar la forma de títulos o anotaciones.

Cada fondo debe contar necesariamente con un reglamento interno, el cual debe contener la siguiente información:

- Denominación, especificando si sus certificados de participación se colocan por oferta pública o privada.
- Plazo de duración.
- Política de inversiones, incluyendo su grado de diversificación y/o de especialización, considerando entre otros los grados de riesgo.
- Planes para la colocación de los certificados de participación que se emitan.
- Procedimientos de valorización de su patrimonio.
- Criterios que servirán de base para la distribución de los beneficios obtenidos.
- Comisiones que percibirá la sociedad administradora y gastos que asumirán la sociedad administradora y el fondo.
- Prospecto informativo para los participantes, en particular sobre la valorización de las cuotas, su periodicidad y los medios de comunicación a través de los cuales se divulgará; y las normas para la suscripción y la negociación de las cuotas.
- Mecanismos a utilizar en caso de presentarse discrepancias entre la sociedad administradora y los participantes.
- Atribuciones de la asamblea general de participantes, quórum necesario para su convocatoria y adopción de acuerdos y, de ser el caso, funciones del comité de vigilancia, y procedimientos de elección y de remoción de sus miembros.
- Políticas y límites a cumplir acerca de concentración y participación de los actores.
- Criterios de selección y renovación de la auditora del fondo o de los fondos, y de la propia sociedad administradora.

- Procedimiento para su modificación.
- Política de incremento de aportaciones y normas para la determinación de su monto y condiciones, así como el derecho de preferencia que corresponda a los titulares de cuotas para suscribir las nuevas.
- Política de endeudamiento.
- Normas respecto de las operaciones con activos de personas vinculadas o relacionadas a la sociedad administradora y las de aquellas con cuotas del fondo.
- Procedimiento para la transferencia de la administración, disolución y liquidación.
- Otros derechos y obligaciones de la sociedad administradora y de los participantes.

Los fondos deben constituir una asamblea general de participantes, la cual llevará a cabo asambleas ordinarias y extraordinarias con la finalidad de revisar y aprobar los estados financieros y elegir a los auditores externos, entre otras funciones.

También deben tener un comité de vigilancia, el cual debe estar compuesto por no menos de tres y no más de seis personas, y puede desempeñar funciones respecto de uno o más fondos administrados por la misma sociedad administradora. La función principal del comité es la de vigilar que la sociedad administradora cumpla con lo dispuesto en la ley, su reglamento de participación y términos de colocación.

3. Proveedores o clientes corporativos

Por lo general, los proveedores serán compañías medianas o pequeñas, las cuales posiblemente no cuenten con acceso al financiamiento a través de la banca tradicional o aquellas para las cuales el costo de financiamiento sea alto debido al grado de riesgo que las entidades financieras les asignen, de manera que los servicios de la plataforma serían un alternativa de solución para sus limitaciones crediticias.

Serán considerados clientes corporativos aquellas empresas que posean poder de negociación con sus proveedores debido a su gran tamaño y

participación en el mercado. Además se encuentren clasificadas como empresas de alto grado de inversión en las escalas de clasificación de riesgo de las principales y más representativas empresas clasificadoras de riesgo como Moody’s, Standard & Poors (S&P) o Fitch Ratings (cuadro 2.2). Para las operaciones de la plataforma se aceptarán empresas calificadas con alto grado de inversión.

Cuadro 2.2. Empresas clasificadoras de riesgo: escalas, terminología estándar y procedimientos

Categoría	Moody's	S&P / Fitch	Comentario	Moody's	S&P / Fitch
Alto grado de inversión	Aaa	AAA	No sujeto a cambio	Estable	Estable
	Aa1	AA+		↓	↓
	Aa2	AA	Posible cambio a corto plazo	Perspectiva (+ o -)	Perspectiva (+ o -)
	Aa3	AA-		↓	↓
	A1	A+	Probable revisión	Revisión (+ o -)	Créditos en observación (+ o -)
	A2	A		↓	↓
	A3	A-		↓	↓
				Sube / Baja Calificación	Sube / Baja Calificación
Mejora / Estable					
Bajo grado de inversión	Ba1	BBB+	Moody's clasifica bajo los términos perspectiva y revisión, mientras S&P clasifica por perspectiva y observación		
	Ba2	BBB			
	Ba3	BBB-			
Grado de no inversión	Bbb1	BB+	Revisión / Observación indica un posible movimiento a corto plazo		
	Bbb2	BB			
	Bbb3	BB-			
Bajo grado de no inversión			Perspectiva sugiere posibles movimientos a largo y mediano plazo, o la transferencia a la siguiente categoría (revisión / observación)		
	B1	B+			
	B2	B			
	B3	B-			
	Caa1	CCC+			
	Caa2	CCC			
	Caa3	CCC-			
	Ca	CC			
Negligencia	C	C			
		SD			
		D			

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas (MEF).

La participación de estos actores se ve directamente impactada por cambios en el marco legal, entre los cuales destacan:

- Haber convertido las facturas comerciales en un título valor a través de la inclusión de una tercera copia de la factura, lo que podría retirar de los bancos y las empresas de *factoring* la exclusividad en la oferta de este tipo de financiamiento.
- Haber aprobado el uso de dinero electrónico y plataformas de pago, como la billetera móvil BIM que actualmente solo se ofrece para transferencias P2P y debe complementarse con la reglamentación para el uso del segmento de empresa a empresa, o B2B.
- La libre disposición de los fondos depositados en AFP para los afiliados mayores de 65 años, que generaría una mayor demanda por opciones de rentabilidad por agentes con excedentes para quienes un instrumento con un retorno a menos de 120 días resulta una opción atractiva para atender sus gastos corrientes.

A continuación se estudian en detalle estos impactos.

3.1. Ley de emisión de facturas negociables

En la actualidad existe un notorio interés por parte de entidades gubernamentales como la SBS, el Ministerio de la Producción (Produce) y la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (Sunat), entre otras, y de entidades privadas como Cavali, que interviene en el proceso como institución de compensación y liquidación de valores (ICLV), para promover el financiamiento a través de las facturas comerciales. Interés que gira en torno a la ley que promueve el financiamiento a través de la factura comercial²⁰. A grandes rasgos el contenido de esa ley:

- Definió como objetivo promover el acceso al financiamiento a los proveedores de bienes o servicios a través de la comercialización de facturas comerciales o recibos por honorarios.
- Otorgó la calidad de título valor a la tercera copia, autorizó e incorporó a los comprobantes de pago denominados factura comercial y recibo por honorarios una tercera copia, la cual permitirá su transferencia a terceros o su cobro ejecutivo. Lo que se denomina factura negociable.

20. Ley 29623, artículo 51.

- Dispuso que la factura negociable contenga como mínimo:
 - a) La denominación factura negociable.
 - b) Firma y domicilio del proveedor de bienes o servicios a cuya orden se emite.
 - c) Domicilio del adquirente del bien o del usuario del servicio a cuyo cargo se emite.
 - d) Fecha de vencimiento, conforme a lo establecido en el artículo 4. A falta de indicación de la fecha de vencimiento en la factura negociable, se entiende que vence a los treinta (30) días calendarios siguientes a la fecha de emisión.
 - e) Monto total o parcial pendiente de pago de cargo del adquirente del bien o del usuario del servicio, que es el monto del crédito que la factura negociable representa.
 - f) Fecha de pago del monto señalado en el literal e), que puede ser en el total o en cuotas. En este último caso, deben indicarse las fechas de pago de cada cuota.
 - g) Fecha y constancia de recepción de la factura y de los bienes o servicios prestados.
 - h) Leyenda COPIA TRANSFERIBLE – NO VÁLIDA PARA EFECTOS TRIBUTARIOS. Si la factura negociable no tuviese la información requerida pierde su calidad de título valor; no obstante, la factura comercial o el recibo por honorarios conserva su calidad de comprobante de pago.
- Estableció que el vencimiento se da solo mediante tres formas:
 - a) A la fecha o fechas fijas de vencimiento
 - b) A la vista
 - c) A cierto plazo o plazos desde su emisión

De haberse pactado el pago parcial o en cuotas de la factura, el incumplimiento de cualquiera de las cuotas es causal para dar por vencidos todos los plazos y exigir el pago total.

La factura negociable puede generar tasas de interés compensatorio o regulatorio, en su defecto se puede tomar como referencia el interés legal según lo establecido en la Ley de Títulos y Valores²¹.

21. Ley 27287, artículo 51.


- Concordó los requisitos para el mérito ejecutivo de la factura negociable con los de la Ley de Títulos y Valores, precisando que los requisitos formales para ello son:
 - a) Que no se haya consignado la disconformidad de parte del adquirente o del usuario del bien o servicio dentro del plazo de ocho días, contados a partir de la recepción de la factura comercial.
 - b) Que se haya dejado constancia en la factura negociable de la recepción de los bienes o de los servicios prestados, la que puede estar consignada en documento distinto que debe adjuntarse a la factura negociable.
 - c) El protesto o formalidad sustitutoria del protesto.
- Estableció el mecanismo para la transferencia: una vez transcurridos los ocho días para impugnar la factura comercial, o en su defecto su aceptación por el cliente o el adquirente, la factura negociable puede ser transferida; a su vez, el adquirente de los bienes o los usuarios de los servicios deben realizar el pago al legítimo tenedor de la factura negociable con su simple presentación debidamente endosada. Con el fin de que el adquirente de los bienes o el usuario de los servicios sepa a quién debe pagar, el legítimo tenedor le informa de su tenencia a más tardar tres días antes de la fecha en que debe realizarse el pago.
- Finalmente introdujo sanciones. Si el adquirente de bienes o el usuario de servicios impugna de manera dolosa o retiene indebidamente la factura, deberá pagar el saldo insoluto de esta y una indemnización igual al saldo más el interés máximo convencional calculado sobre dicha suma por el tiempo que transcurra entre el vencimiento y la cancelación del saldo insoluto.

En una evaluación de esta norma, el Produce menciona que su beneficio principal es que «... facilita la circulación de las facturas como un título valor permitiendo que las empresas obtengan fondos a partir de la capacidad de pago de sus clientes» (Produce, 2016).

El interés gubernamental se ratificó en las precisiones introducidas por la SBS²². Así, esa resolución estableció que el ICVL, representado por Cavali, puede verificar la validez de la factura comercial a través del servicio de consulta virtual que la Sunat pondrá a su disposición, de tal manera que Cavali pudiera actuar como registro central de este tipo de valores y que, a partir del 1 de enero de 2016, solo siguieran vigentes aquellos documentos que cuenten con fecha de impresión desde el 1 de septiembre de 2015 y sobre todo que tengan la tercera copia de la factura comercial, denominada como Factura Negociable.

A partir de estas disposiciones se aprobó un formato estándar de la Factura Negociable (figuras 2.2 y 2.3).

Formato estandarizado (versión vigente a difundir)



PRODUCTOS PLÁSTICOS GREGORIO S.A.C.
Av. Villa María N° 987 – Villa María del Triunfo. Teléfonos: 2489750 / 2489751

R.U.C. N° XXXXXXXXXXXX
FACTURA NEGOCIABLE
XXX – N° XXXXXXXX

Señor (es): _____

Dirección: _____

Nombre del Adquirente: _____

O.C. / Guía de Remisión: _____

R.U.C. : _____

Fecha de Emisión: _____ del 2,0

Ag. de Retención: _____

COD.	CANT.	DESCRIPCIÓN	P.U.	IMPORTE
SON:			SUB TOTAL	
			I.G.V.	
			TOTAL	

p. PRODUCTOS PLÁSTICOS GREGORIO S.A.C.
(Firma del Proveedor)

SERVICIO DE EMISIÓN ROYAL
R.U.C. 10414241831
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

Copia Transferible – No Válida para Efectos Tributarios

Figura 2.2. Factura Negociable: datos generales (anverso)

Fuente: www.crecemype.pe

22. Resolución SBS 211-2015.

Información Adicional de la Factura Negociable																																								
Fecha de Vencimiento: ____/____/____																																								
<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> Monto del adelanto S/ ____ Monto Neto a Pagar a/ S/ ____ </div>																																								
<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div> <p>Modo de Pago:</p> <p>* Pago Único () Fecha de Pago: ____/____/____</p> <p>* Pago en Cuotas () Número de Cuotas: ____</p> </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p><small>a/ El monto neto a pagar es el precio de venta menos las retenciones, deducciones, percepciones y otras deducciones u otros adelantos a las que pueda estar sujeta el comprador de pago, según las disposiciones tributarias.</small></p> </div> </div>																																								
<p>Fechas de Pago de Cuotas:</p> <table border="1" style="width: 100%;"> <thead> <tr> <th>dd/mm/aa</th> <th colspan="12"></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>dd/mm/aa</td> <td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>dd/mm/aa</td> <td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td> </tr> </tbody> </table>		dd/mm/aa													dd/mm/aa													dd/mm/aa												
dd/mm/aa																																								
dd/mm/aa																																								
dd/mm/aa																																								
<p>Páguese a la orden de: _____</p> <p>O abóñese en cuenta al número de Cuenta Interbancario (CCI): _____</p>																																								
<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div> <p>Fecha de Recepción de la Factura/Bienes o Servicios</p> <p>(Ciudad), de de 2,0</p> <p>Constancia: V.B. o Sello</p> </div> <div> <p>Aceptación:</p> <p>(Ciudad), de de 2,0</p> <p>Expresa: SI () u/ NO () u/</p> <p><small>u/ Dicha información se consignará en caso la aceptación sea expresa o se emita con anterioridad al plazo establecido en el artículo 7° de la Ley 29623.</small></p> <p><small>u/ Dicha información se consignará cuando opere la presunción de conformidad establecida en el artículo 7° de la Ley 29623.</small></p> <p>_____ Firma del Adquirente</p> </div> </div>																																								
<p>Observaciones Especiales:</p> <p>1. Esta factura negociable no requiere ser protestada por falta de pago.</p> <p>2. En caso de mora, el importe de esta factura negociable generará las tasas de intereses compensatorio y moratorio más altas que la ley permita a su último tenedor.</p> <p>3. El plazo de su vencimiento podrá ser prorrogado por el tenedor, por el plazo que éste señale en este mismo documento, sin que sea necesaria la intervención del obligado principal ni de los solidarios.</p> <p>4. Su importe debe ser pagado sólo en la misma moneda que expresa este título valor.</p>																																								

Figura 2.3. Factura Negociable: datos adicionales (reverso)

Fuente: www.crecemype.pe

En suma, estos cambios abonaron en promover e incentivar el financiamiento a través del *factoring* y el descuento de forma rápida, flexible y más accesible en cuanto a costos de financiamiento.

3.2. Ley de facturación electrónica

La autoridad tributaria creó el sistema de emisión electrónica desarrollado desde los sistemas del contribuyente o desde el portal del que dispone la Sunat, el cual se aplica de forma obligatoria y gradual desde el 1 de enero de 2015, según el tamaño de la empresa y para aquellos que estén regulados por la Intendencia de Principales Contribuyentes Nacionales (IPCN)²³. Esta modalidad de emisión permitirá mayor confiabilidad y control de las facturas, y ahorro de tiempo y de costos.

La ley que modifica diversas normas para promover el financiamiento a través del *factoring* y el descuento²⁴ estableció respecto del título valor

23. Resolución de Superintendencia 097-2012- SUNAT.

24. Ley 30308.

negociable y el endoso de la factura electrónica que es obligatorio la inscripción en el Registro Centralizado de Facturas Negociables de Cavali:

Los contribuyentes que emitan los comprobantes de pago denominados factura comercial y recibos por honorarios de manera electrónica desde el portal de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (Sunat), desde los sistemas del contribuyente u otros que administre dicha entidad, podrán emitir la Factura Negociable y realizar las operaciones necesarias para su transferencia a terceros o su cobro ejecutivo. La Sunat establecerá los mecanismos y procedimientos que deberán seguir los contribuyentes para realizar las operaciones descritas en el presente artículo.

La Factura Negociable es un título valor a la orden transmisible por endoso o un valor representado por anotación en cuenta transmisible mediante transferencia contable de acuerdo a la ley de la materia, produciendo los mismos efectos que el endoso a que se refiere el Título Cuarto de la Sección Segunda de la Ley 27287, Ley de Títulos Valores.

Para efectos de su transferencia a terceros la Factura Negociable mediante anotación en cuenta requiere que sea registrada en el registro contable de una Institución de Compensación y Liquidación de Valores, aplicando la ley de la materia. Para efectos de su anotación en cuenta, la Factura Negociable tiene que haber sido previamente aceptada por parte del adquirente de los bienes o usuario de los servicios en forma expresa o por ocurrencia de la presunción establecida en el artículo 7°.

La Factura Negociable se origina en la compraventa u otras modalidades contractuales de transferencia de propiedad de bienes o en la prestación de servicios e incorpora el derecho de crédito respecto del saldo del precio o contraprestación pactada por las partes.

La Factura Negociable adquiere mérito ejecutivo verificado el cumplimiento de los requisitos a que se refiere el artículo 6° de la presente Ley.

Todo acuerdo, convenio o estipulación que restrinja, limite o prohíba la transferencia de la Factura Negociable es nulo de pleno derecho²⁵.

3.3. Registro Único Centralizado de Facturas Negociables

Al trabajar con facturas como herramienta de financiamiento debe considerarse que estas tienen que presentarse a un registro único para evitar

25. Ley 30308, artículo 2.

duplicidad de compromisos sobre la misma factura; con este fin la ley presenta una serie de alternativas. Recientemente, y con la finalidad de promover y complementar el financiamiento a través de la factura negociable como título valor de la factura comercial, se creó y puso a disposición del mercado el servicio de Registro Centralizado de Facturas Negociables a los Participantes, Emisores con cuenta de Emisor y Proveedores que lo soliciten. Paralelamente, se aprobó, y se encuentra vigente desde el 7 de enero de 2016, una modificación del reglamento interno de Cavali (figura 2.4).

Este capítulo establece que los participantes registrarán en su cuenta matriz las facturas negociables emitidas por los proveedores, que el emisor con cuenta de emisor podrá registrar en su propia cuenta las facturas negociables que haya emitido, y que Cavali podrá registrar en su cuenta matriz las facturas negociables originadas en comprobantes de pago electrónicos de los proveedores que se lo soliciten.

Con este fin considera las siguientes definiciones:

- Adquirente: comprador del bien o usuario del servicio, quien es responsable por el pago del monto consignado en la factura negociable.
- Aplicativo web: herramienta tecnológica interconectada con el sistema de Cavali a la cual podrán acceder los participantes y los emisores con cuenta de emisor a través de los accesos otorgados por Cavali. Los proveedores y adquirentes podrán acceder a este aplicativo web mediante su clave Sol Sunat.
- Factura negociable: título valor definido en el artículo 2 de la Ley del *Factoring*, que puede estar representado de forma física o a través de anotación en cuenta en el Registro Contable de Cavali.
- Comprobante de pago: comprende a la factura comercial y el recibo por honorarios.
- Factura comercial: comprobante de pago emitido de manera física o electrónica, conforme a lo dispuesto en el Reglamento de

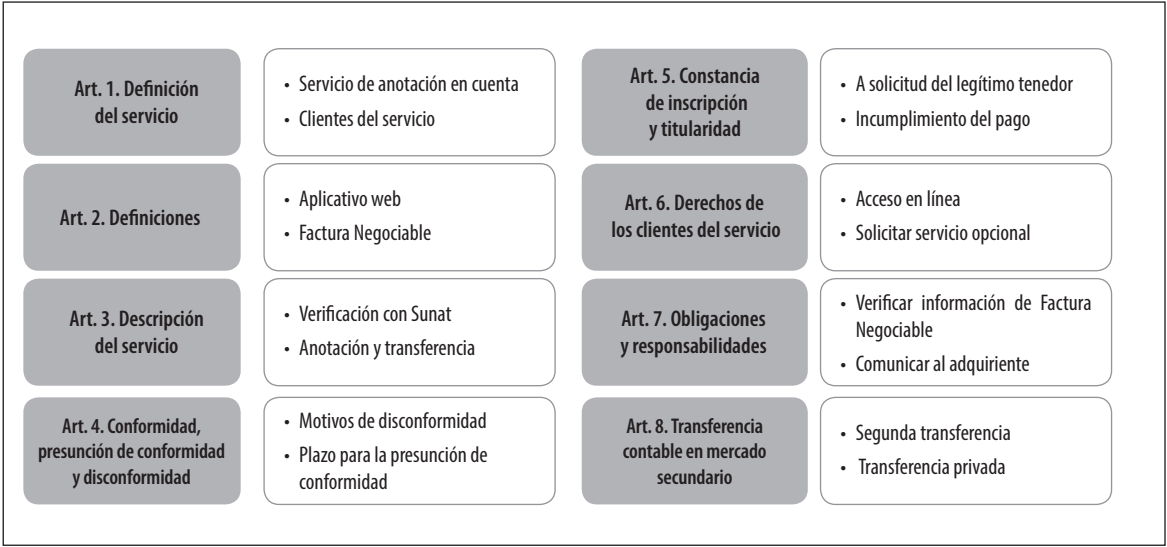


Figura 2.4. Cavali: estructura del nuevo Capítulo XVII del reglamento interno

Fuente: Cavali.

Comprobantes de Pago y demás disposiciones aplicables emitidas por la Sunat.

- Legítimo tenedor: persona natural o jurídica legitimada para el cobro de la factura negociable.
- Proveedores: quienes brindan los bienes o los servicios y emiten los comprobantes de pago.
- Recibo por honorarios: constancia de pago emitida de manera física o electrónica, conforme a lo dispuesto en el Reglamento de Comprobantes de Pago y demás disposiciones aplicables emitidas por la Sunat.

El registro de las facturas físicas y electrónicas sigue un flujo de seis pasos (figuras 2.5 y 2.6).

Una consideración a tomar en cuenta es que la factura física ya tiene la tercera copia, la cual representa el título valor, por lo que ya puede negociarse para obtener financiamiento y no requiere de forma obligatoria el registro centralizado en la base de Cavali.

En el caso de las facturas negociables electrónicas es importante mencionar que Cavali es la única institución autorizada de darle la forma de título valor negociable a través del servicio de registro centralizado, por lo que las personas naturales o las empresas tienen la obligación de registrar las facturas electrónicas para que estas se puedan negociar. Además, dentro del reglamento de Cavali, las SAFI se reconocen como participantes de Cavali.

4. Instrumentos vinculados a la operación del *invoice trading*

De acuerdo con lo regulado por la Ley de Títulos y Valores, la plataforma *invoice trading* debe estar en la capacidad de realizar operaciones que sirvan para generar garantías de repago a los inversionistas como firmar pagarés, endosar facturas a favor de la plataforma y endosar cheques diferidos a favor de la plataforma.

Las tres modalidades de cobro forzado mencionadas se gestionan a criterio de la SAFI, siempre y cuando encuentre que sea necesario debido

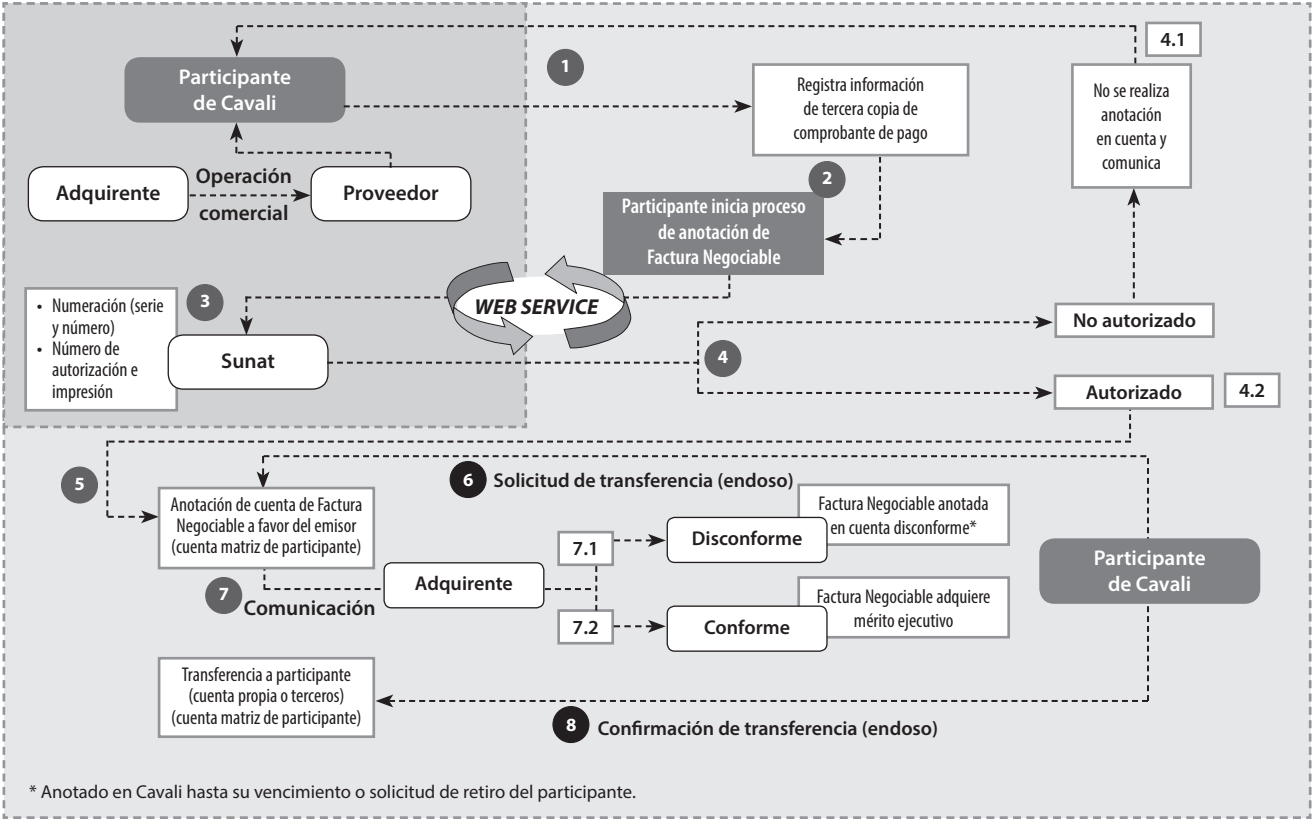


Figura 2.5. Cavali: flujo de registro de la Factura Negociable física

Fuente: Cavali.

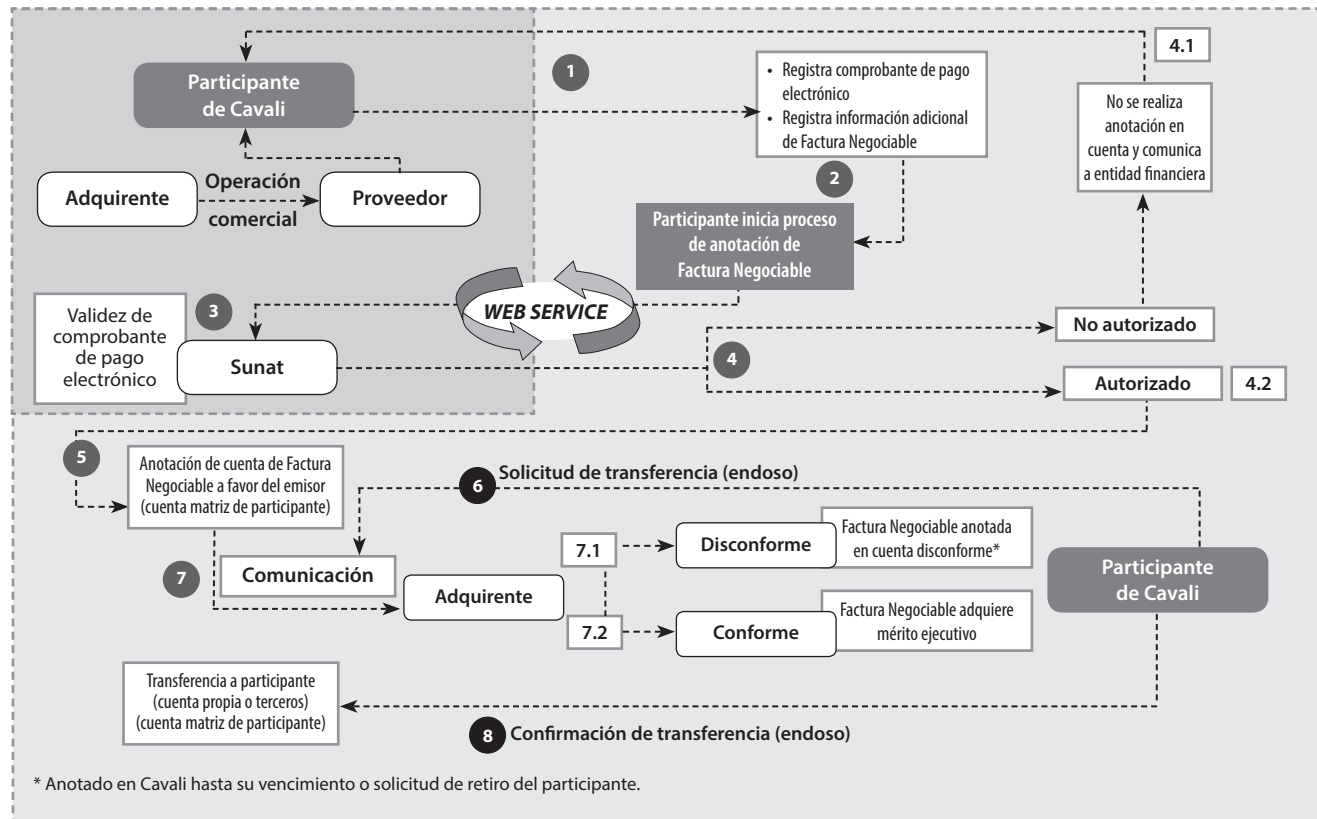


Figura 2.6. Cavali: flujo de registro de la Factura Negociable electrónica

Fuente: Cavali.

al grado de riesgo percibido. Si se diera el caso de que ninguna de esas tres modalidades fuesen ejecutables y no permitiesen pagar la deuda se procedería a la venta de las facturas a empresas especializadas de cobranzas, y el fondo asumiría las pérdidas por esta reventa de las facturas. Además se prevé que debe funcionar como una plataforma de comercio electrónico, o que por lo menos utilice dinero electrónico, y posiblemente se vea en la necesidad de realizar cobranzas a los solicitantes.

5. Incidencia tributaria para los agentes involucrados

Finalmente, se debe evaluar la incidencia del régimen tributario sobre una plataforma de *invoice trading* y sus diversos participantes.

5.1. Socios solicitantes y/o proveedores pyme

Los solicitantes deben ser necesariamente contribuyentes tributarios. Para ello deberán cumplir con dos requisitos otorgados, administrados y controlados por la Sunat: tener un número en el Registro Único de Contribuyentes (RUC), que en adelante será su identificación tributaria, y acogerse a un régimen tributario (régimen especial de renta o régimen general) que les permita emitir facturas comerciales, las cuales deben cumplir con los requisitos formales y esenciales establecidos en el Reglamento de Comprobantes de Pago.

Al acceder a esta modalidad de financiamiento el proveedor puede obtener liquidez y equilibrar su capital de trabajo, pero también incurre en un costo financiero originado por la tasa de interés, el cual, en la medida de lo posible, se espera sea menor que aquella que podría obtener u obtiene en la banca tradicional. Este costo financiero representa un gasto deducible para efectos del impuesto a la renta, es decir, obtendría un escudo fiscal del 28%, que es la tasa vigente desde el 1 de enero de 2015 sobre el total de intereses pagados.

Asimismo, respecto del impuesto general a las ventas (IGV), los intereses pagados a los fondos de inversión y sus sociedades administradoras se encuentran sujetos a este impuesto, siempre y cuando realicen las inversiones indicadas en el artículo 27 de la Ley de Fondos de Inversión. El

presente caso cumple con los criterios señalados, por lo tanto, los intereses pagados generarían un crédito fiscal de IGV, el cual podrá ser compensado con el IGV de sus ventas y en general estará detallado en las facturas negociables a financiar.

5.2. Clientes corporativos

Para efectos tributarios se determina que no presenta una modificación impositiva tributaria. Según la ley que regula el *factoring* el cliente tiene la responsabilidad exclusiva de dar la conformidad de la factura negociable para que Cavali pueda anotarla en el Registro Centralizado de Facturas Negociables.

Al redestinar el pago de la factura del proveedor solicitante a la cuenta de la plataforma se presenta la contingencia tributaria de presumir la veracidad del servicio por no ser cancelada directamente al emisor de la factura, pero esta situación es absuelta con el artículo 8 de la ley mencionada, que dispone el pago de la factura física ante la sola presentación de esta debidamente endosada o, para el caso de la factura electrónica, cuando la ICLV Cavali notifique directamente al adquirente o al cliente de los bienes o servicios. Por lo tanto, esta contingencia estaría cubierta, de lo contrario, la administración tributaria podría no reconocer el servicio como gasto deducible del impuesto a la renta y exigir el pago del impuesto presuntamente omitido (28% del gasto no reconocido).

5.3. Plataforma virtual

Como se ha mencionado, la plataforma deberá constituirse como un fondo de inversión y estar dirigida por una SAFI que vele por la colocación eficiente, transparente y oportuna de las cuotas de participación.

Por ello, luego de haber sido aprobada y autorizada por la SMV para desarrollar sus actividades, la plataforma deberá gestionar y solicitar a la Sunat el RUC que la autorice a realizar sus actividades de forma oficial y elegir el régimen tributario al que se acogerá. Se debe señalar que según sus características y fines deberá ser el régimen general, el cual le permitirá emitir todos los comprobantes de pago para efectos formales según lo referido en el Reglamento de Comprobantes de Pago.

En el caso del impuesto a la renta se puede considerar que los fondos de inversión prestan servicios de financiamiento y, por ende, los intereses percibidos de esta actividad califican como rentas de tercera categoría, esto con la finalidad de establecer su incidencia en el IGV. Es decir, de acuerdo con la Ley del Impuesto General a las Ventas y el Impuesto Selectivo al Consumo²⁷, los fondos de inversión que presten servicios afectos en el territorio nacional están sujetos a dicho impuesto. Entiéndase como uno de los servicios afectos a los servicios de financiamiento, salvo que dicha actividad se haya realizado a través de un mecanismo centralizado de negociación (como la BVL) o una entidad bancaria.

Los intereses percibidos por el fondo de inversión son posteriormente atribuidos a los participantes o inversionistas, quienes son los contribuyentes del impuesto a la renta.

5.4. Inversionistas

Los inversionistas son las personas naturales o jurídicas que participan con sus aportes económicos en el patrimonio del fondo de inversión a cambio de utilidades, rentas o ganancias de capital. Al ser los beneficiarios finales, la incidencia del impuesto a la renta recae directamente sobre ellos y la tasa impositiva dependerá del domicilio fiscal que presenten, es decir, si son domiciliados la tasa de retención será del 6.8% y si fuesen no domiciliados estarían afectos a una retención del 4.99% del total de las ganancias obtenidas.

La Ley del Impuesto a la Renta²⁸ designa a las SAFI como agente de retención de este tributo.

En general, el impacto tributario no desempeña un papel disuasivo respecto al acceso a la plataforma aunque sí requiere la formalización plena de sus participantes.

27. Decreto Legislativo 821, artículo 9, numeral 9.1.

28. Decreto Legislativo 774, artículo 71.

EL ANÁLISIS REALIZADO permite concluir que el marco legal peruano restringe la oferta pública de alternativas de inversión a solo los entes debidamente autorizados y regulados por la SMV, pero también que ha incorporado normas para promover que las pymes obtengan financiamiento a través de las facturas negociables, aprobando la obligatoriedad de la tercera copia negociable de las facturas para todos los comprobantes físicos y también la adecuación gradual a los sistemas de facturación electrónica, de acuerdo con el tamaño de las empresas.

De este ejercicio se desprende que la mejor opción para captar inversionistas y gestionar el cobro adelantado de las facturas es la constitución de una SAFI con fondos de inversión enfocados en promover el financiamiento para pymes porque, a pesar de que existen otro tipo de compañías que podrían gestionar y generar actividades de *factoring*, estas no podrían apalancarlas con recursos de terceros.

3

Viabilidad económica de una plataforma de *invoice trading*

El presente capítulo tiene por objetivo discernir la viabilidad de mercado de una plataforma de *invoice trading*. Para ello estudia la oferta y la demanda de este tipo de servicio financiero alternativo, con base en el conocimiento de expertos en el sector financiero y de las empresas peruanas y en una encuesta a potenciales inversionistas.

1. Análisis de la oferta

La oferta de facturas reside en las empresas que se financian con *factoring*, en su mayor parte pymes, aunque también es necesario considerar a las empresas *confirming* que las pagarán. La mayoría de las pymes requieren capital de trabajo por los largos periodos de cobro de sus facturas a los cuales tienen que acogerse por tener poco poder de negociación con sus clientes corporativos. Además, por su composición patrimonial y sus operaciones de pequeña envergadura, suelen tener dificultades para acceder a líneas de financiamiento tradicional o, en su defecto, están expuestas a altas tasas de interés.

Para conocer la oferta se ha utilizado el método de opinión de expertos de finanzas y tesorería de empresas seleccionadas por conveniencia.

1.1. Expertos en finanzas y tesorería de empresas *confirming*

Se realizaron entrevistas a tres ejecutivos responsables del área de tesorería de empresas *confirming* consideradas de gran envergadura (cuadro 3.1) que utilizan el *factoring*, con el fin de determinar el alcance del uso actual de ese sistema y sus necesidades adicionales.

Cuadro 3.1. Empresas *confirming*: entrevistas a ejecutivos, 2016

N.º	Cargo	Empresa	Rubro de actividad
1	Jefe del área de tesorería	San Fernando	Suministro de alimentos de consumo masivo
2	Jefe del área de tesorería	New Transport	Operación logística de valores
3	Jefe de tesorería	Diveimport	Importación y venta de carrocería para maquinaria pesada y de transporte masivo

Elaboración propia.

El entrevistado 1 refirió que el manejo de las cuentas por pagar de su empresa se da en el 70% a través de *factoring*, debido a que negocian sus cuentas por pagar entre 30 y 90 días en promedio y a que, para no perjudicar a sus proveedores, les ofrecen la opción de cobrar a través de esta vía, la cual está sujeta a una tasa de interés que fluctúa entre el 5% y el 8% anual, que es la tasa bancaria.

Sobre el *invoice trading* opinó que el principal atractivo de este producto sería su tasa de interés. Indicó también que la plataforma debe estar debidamente representada por una institución oficial y regulada en el mercado para evitar posibles actos de estafa. Además, consideró muy interesante la tecnología de innovación en los procesos con el fin de evitar cargas operativas mayores.

El entrevistado 2 informó que su empresa maneja la mitad de las cuentas por pagar a través de *factoring* debido a que las negocian a entre 30 y 120 días, en promedio. Las tasas de interés tienen un rango entre el 8.33% y el 14.33%, en el caso de las pymes.

Sobre el *invoice trading* comentó que el principal atractivo de este producto sería obtener menores tasas de interés que en la banca tradicional.

El entrevistado 3 manifestó que la empresa maneja *factoring* con algunos de sus proveedores, no solo locales sino también internacionales, para lo

que es necesario que el banco local entre en contacto con un banco en el país del proveedor. La mayoría (casi la totalidad) de su facturación es en dólares. Las operaciones realizadas han llegado a tasas de descuento de hasta el 4% con el Banco Santander. La cartera se maneja, sobre todo, con bancos que ofrecen mayores tasas de préstamos para no ocupar su capacidad crediticia con aquellos que les dan mejores tasas. Negocian el *factoring* con proveedores ampliando lo más posible el plazo de pago, por lo que (aunque paguen menos que en un préstamo) no existe mucha diferencia con los pagos que realizarían por este. Esta política les ha permitido generar ahorros (gracias a un mayor ciclo de conversión de efectivo) de más de 100,000 dólares. Otra de las estrategias es la venta de deuda de pagos mensuales a empresas especializadas con lo que llegan a generar un diferencial (*spread*) de la venta de estas deudas.

Sobre el *invoice trading* precisó que su empresa, como «principal contribuyente»²⁹, tiene una restricción para el manejo del *factoring* porque su sistema aún no automatiza el descuento de los impuestos a las facturas. No están a favor de las facturas negociables por la carga operativa que representa tener que pagar a muchos acreedores por separado, por ello les resultaría conveniente que exista una plataforma que centralice el descuento de estas facturas.

1.2. Expertos en finanzas y tesorería de empresas proveedoras

Se realizaron cuatro entrevistas a los ejecutivos responsables de las áreas de gerencia, finanzas, contabilidad y tesorería de empresas proveedoras (cuadro 3.2) que no utilizan el *factoring*, con el fin de determinar sus necesidades potenciales.

29. Calificación que la Sunat da a las empresas con mayor volumen de pago de impuesto a la renta e IGV [Nota del editor].

Cuadro 3.2. Empresas proveedoras: entrevistas a ejecutivos, 2016

N.º	Cargo	Empresa	Rubro de actividad	Usa líneas de <i>factoring</i>	Rotación de cuentas por cobrar	Necesidad de adelanto de cobro de facturas
4	Subgerente de finanzas	Clínica Maison de Santé	Servicios de prestaciones de salud	No	Entre 60 y 120 días	Sí
5	Gerente general	ITIEL, Credibilidad y Desarrollo	Servicios de seguridad industrial y polígrafos	No	Entre 120 y 360 días	Sí
6	Jefe de contabilidad y tesorería	Camesa Contratistas y Servicios Generales	Construcción y líneas de transmisión eléctrica	Sí	Entre 30 y 60 días	Sí
7	Gerente general	Consortio Nissi	Repuestos y accesorios para automóviles	No	Entre 60 a 120 días	Sí

Elaboración propia.

De las entrevistas realizadas a los cuatro ejecutivos de estas empresas destacan los siguientes puntos:

- La documentación para la cobranza de las facturas debe estar debidamente acreditada. El caso de las clínicas es un claro ejemplo, ya que para poder hacer efectiva la cobranza a una empresa aseguradora se deben entregar las hojas de atención en que el empleador autoriza que el asegurado se atienda en la clínica.
- Algunas de estas empresas también tienen (o tuvieron en algún momento) líneas de *factoring* para poder adelantar el pago a sus proveedores. Indicaron lo oportuno de contar con esta opción para poder posponer sus obligaciones con sus proveedores sin perjudicarlos.
- Existen opciones de *factoring* con recursos en el mercado, uno de los entrevistados aseguró contar con esta opción de financiamiento ofrecida por una empresa que lo brinda fuera de lo que la ley permite: las cooperativas explícitamente no están autorizadas para llevar a cabo esta actividad. El entrevistado no encontraba problemas en aceptar la responsabilidad del pago futuro en caso el proveedor no cumpliera con el pago puntual.

- Para poder acceder a este tipo de financiamiento fuera de empresas de *factoring* se hace necesario que el cliente pagador firme la conformidad de la transferencia de la obligación a un tercero.
- No todos los entrevistados declararon estar dispuestos a tomar un *factoring* para financiarse, ya que no confían en la puntualidad del pago de sus clientes, inclusive un conocido canal de televisión.
- Una de las empresas entrevistadas manifestó que sus clientes podían tener hasta 13 meses con deudas comerciales y que liquidaban la deuda completa a pesar de los meses transcurridos. El entrevistado indicó que, por la importancia del cliente, no era posible tensar la relación comercial y estaban dispuestos a aceptar estas condiciones de pago.

Dos de las cuatro empresas entrevistadas habían utilizado el *factoring* por invitación de sus clientes. Una de ellas ha tomado otra opción en el mercado sin tener que recurrir a su cliente, solo lo hizo para que la firma autorizara la cesión de la acreencia. Una de ellas no ha tenido problemas con el pago puntual de sus clientes. Otra tiene clientes que argumentan el pago retrasado de la factura basados en la documentación incompleta por parte del proveedor. Una de ellas tiene problemas de cobro que exceden los 12 meses.

Una de las dos empresas que fueron invitadas a realizar *factoring* por sus clientes recibió junto con ello la oferta de ampliar el plazo de pago de sus deudas comerciales. La empresa que acude a esta alternativa de *factoring* con recurso recibe el cargo de las moras correspondientes en el descuento de facturas posteriores.

Si el solicitante de *factoring* fuese la empresa proveedora se deben constituir las garantías del caso. Cumpló y las plataformas inglesas, por ejemplo, se aseguran de que el producto o el servicio estén debidamente reconocidos por el cliente para evitar los problemas de documentación que pueden ocurrir entre los participantes, por ejemplo clínicas y aseguradoras.

No todos los proveedores verían como una opción el *invoice trading*, puesto que dependen de la puntualidad del cliente y no están dispuestos a asumir ese riesgo. En caso de no contar con otras opciones de financiamiento,

las empresas podrían considerar tomar el *factoring* con recurso como una alternativa. Aquellas que lo ofrecen al margen del marco legal aplican sanciones a los usuarios que incumplen en obligaciones posteriores.

1.3. Expertos en el mercado de financiamiento para empresas

El *invoice trading* es un tipo de financiamiento alternativo poco difundido en el Perú, a pesar de ya existir casos de éxito sobre su funcionamiento en otros países. Por ello, se toma como fuente principal de información la opinión de dos ejecutivos especializados en banca para empresas (cuadro 3.3).

Cuadro 3.3. Empresas bancarias: entrevistas a ejecutivos, 2016

N.º	Cargo	Empresa	Rubro de actividad
8	Ejecutivo de banca empresarial	Interbank	Banca
9	Ejecutivo de banca empresarial	Banco de Crédito del Perú	Banca

Elaboración propia.

El punto de partida sobre este tema es constatar que, de acuerdo con la SBS, las tasas aplicadas a las pymes desde 2007 se mantienen por encima del 35% anual (figura 3.1), hecho que abre una ventana de oportunidad a los sistemas alternativos.

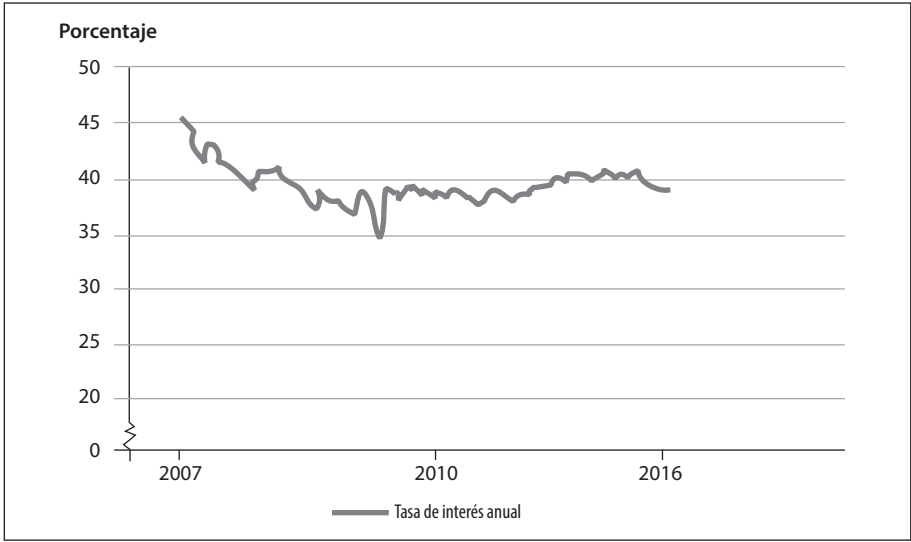


Figura 3.1. Sistema financiero: tasas de interés anual para pymes, 2007-2016

Fuente: SBS.

El entrevistado 8 opinó que el *invoice trading* sería atractivo para actores que busquen alta rentabilidad, como los fondos buitres (*holdout funds*), que persiguen una alta rentabilidad y salen rápidamente del mercado si ven que esta puede caer. Señaló además que las empresas que más podrían interesarse en financiarse con altas tasas serían aquellas que cuenten con pocas alternativas de financiamiento. Otro mercado para las empresas que podrían demandar este financiamiento serían aquellas que en la actualidad se financian a través de letras.

El entrevistado 9 sostuvo que el mercado de este fondo podría encontrar alternativas de crecimiento en sectores de empresas que no sean muy grandes, ya que los proveedores que suelen tener las corporaciones no son necesariamente las pymes.

En suma, existe una oferta potencial para la plataforma, pero con las precisiones mencionadas.

2. Análisis de la demanda

El análisis de la demanda busca identificar a los potenciales usuarios de la plataforma y conocer las razones que los podrían inducir a su empleo.

2.1. Metodología de aproximación

La forma de aproximación elegida es una encuesta por conveniencia con fines exploratorios aplicada a 100 individuos, enfocada en determinar la predisposición de los posibles potenciales inversionistas frente al *invoice trading*. Este estudio no se centra en cuantificar las variables sino en definir-las para establecer las características y los factores generales de influencia en el mercado.

Según el modelo del *invoice trading* el mercado objetivo para la captación y la invitación a participar del fondo de inversión son personas naturales que cuenten con un excedente monetario y deseen rentabilizarlo mediante mecanismos de inversión distintos a la banca tradicional.

2.1.1. El universo

El universo a investigar es el inversionista nacional que potencialmente podría interesarse en la plataforma.

De acuerdo con el punto de vista de un especialista nacional (entrevistado en Sánchez, 2014), este inversionista es muy tradicional y cauteloso y otorga mucho peso a su seguridad, además gusta de aprender pausadamente y no apuesta por activos de largo plazo. El especialista recomienda a los inversionistas con sumas menores a 3000 soles no entrar a bolsa sino buscar alternativas como fondos mutuos, en los que pueden obtener retornos de entre el 3% y el 4%; mientras que para montos de inversión de entre 10,000 y 30,000 soles se deben considerar fondos mutuos estadounidenses con presencia en el Perú que se mantengan entre el 10% y el 15% del patrimonio líquido en las diversas operaciones. Existen algunas restricciones, como un tiempo mínimo de afiliación al sistema privado de pensiones (SPP). En todo caso, según el perfil de inversionista son posibles diversas alternativas para personas naturales (cuadro 3.4).

En la actualidad se encuentra una mayor preferencia por los fondos mutuos como sugerencia para los inversionistas de pequeña escala (*retail*). Un experto de la consultora Mercados de Capitales, Inversiones y Finanzas Consultores S. A. (MC&F) opina que los fondos mutuos son una buena opción ante los fondos de inversión porque los primeros permiten hacer aportes y retiros en cualquier momento ya que se espera al cierre del día, o de la semana si fuese el caso, para el ajuste del valor cuota, mientras que en los segundos se debe mantener el patrimonio íntegro hasta el final.

Como indicadores de cultura financiera se exploran la tolerancia al riesgo de los encuestados al momento de invertir, los tipos de productos financieros usados y el grado de satisfacción con ellos, el conocimiento de instrumentos alternativos de inversión, la valoración de los atributos que tienen las alternativas de inversión conocidas y el uso que darían a sus fondos de AFP si estos fuesen liberados.

En otros países, el público al que va dirigido el producto de *invoice trading* son los hombres de entre 35 y 55 años. Un estudio sobre el perfil del adulto joven y mayor peruano (Ipsos, 2015) encuentra que de los adultos

Cuadro 3.4. Perú: alternativas de inversión para personas naturales, 2011

Rubro	Depósito de ahorros	Depósito a plazos	Aportes sin fines previsionales	Fondos mutuos	Acciones	Instrumentos de deuda
Perfil del inversionista	Conservador	Conservador	Conservador moderado De riesgo	Conservador moderado De riesgo	De riesgo	Conservador
Restricción para el inversionista	No	No	5 años de afiliación al SPP o más de 50 años de edad	No	No	No
Cobertura	Hasta 91,000 soles por cuenta	Hasta 91,000 soles por cuenta	No	No	Hasta 100,000 soles por persona*	Hasta 100,000 soles por persona*
Moneda	Nacional y extranjera	Nacional y extranjera	Nacional y extranjera	Nacional y extranjera	Nacional y extranjera	Nacional y extranjera
Tipo de rendimiento	Fijo	Fijo	Variable	Variable	Variable	Fijo**
Comisiones	Ninguna o según uso de servicios financieros	Ninguna o según uso de servicios financieros	Entre el 0.9% y el 2.5% del saldo administrado	Entre el 0.3% y el 3.5% del saldo administrado	Alrededor del 12% de la inversión	Alrededor del 12% de la inversión
Plazo mínimo de permanencia	No	Sí	No	Entre 0 y 6 meses	No	No
Posibilidad de retiro anticipado	n. a.	Sí, pero con penalidades	Máximo 3 retiros al año	Sí, pero con penalidades	Sí	Sí
Penalidad por retiro anticipado	No	Reduce la tasa de interés	No	Entre el 0% y el 3% de saldo	No	No
Monto mínimo	No	No	No	Desde 1000 soles	No	No
Impuesto a la renta	No	No	El 5% sobre la ganancia en exceso de 5 UIT	El 5% sobre la ganancia mayor a 5 UIT	El 5% sobre la ganancia mayor a 5 UIT	El 5% sobre la ganancia mayor a 5 UIT

NOTAS

* Existe un fondo de garantía que tiene como finalidad proteger a los inversionistas que realicen operaciones en el mercado de valores frente a las infracciones a la reglamentación del mercado de valores que pueden cometer las sociedades agentes de bolsa (SAB). Este fondo respalda un monto máximo de 100,000 soles por cada inversionista.

** El rendimiento solo es fijo si el instrumento de deuda se mantiene hasta su vencimiento.

Fuente: BCR.

jóvenes (los *millennials*, aquellos nacidos entre 1980 y 1996), usuarios de tecnología y que están dispuestos a invertir en dispositivos electrónicos, el 33% ahorra parte de su sueldo, ya que 7 de cada 10 viven en casa de sus padres y colaboran económicamente en su casa (lo que les permite ahorrar). En promedio, consideran que han incrementado sus ahorros desde 2014 y que 6 de cada 10 no tienen ningún producto bancario.

Los estudios sobre bancarización de Ipsos revelan que en Lima Metropolitana³⁰ hay más de 3 millones de personas bancarizadas, su perfil es de un hombre trabajador de nivel socioeconómico (NSE) C, con entre 25 y 39 años. Aquellos que más ahorran son los jóvenes de entre 25 y 39 años del NSE A.

2.1.2. La encuesta

El principal objetivo de la encuesta fue definir el perfil de los potenciales inversionistas (variables demográficas, capacidad de inversión, aversión al riesgo); conocer la cultura financiera de los encuestados; su opinión respecto de la alternativa de *invoice trading*; y los factores de éxito para considerar al *invoice trading* como una alternativa de inversión.

La encuesta se aplicó a un sector seleccionado por conveniencia, cuyos miembros tienen las características necesarias y suficientes para calificar como participantes de la plataforma: alumnos de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Ellos, en general, presentan un perfil adecuado para cumplir el papel de potenciales inversionistas debido a que cuentan con experiencia profesional comprobada, tienen la preparación universitaria completa y es muy probable que gran parte de ellos dispongan de fondos para invertir pero carezcan de alternativas lo suficientemente atractivas para tomar la decisión. En estas premisas se fundó la realización de encuestas en este sector.

2.1.3. La muestra

Como muestra con valor estadístico se tomó a alumnos de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN a quienes se aplicó 114 encuestas de las cuales se consideraron válidas 100.

30. Bajo este concepto se entiende el universo de 43 distritos que pertenecen a la provincia de Lima.

El perfil de los encuestados corresponde a personas que son asalariadas, con excedentes, que invierten en educación (mayoritariamente en formación empresarial) y en su mayoría corresponden al perfil de los ahorristas señalados por los estudios de Ipsos y el monto que se considera que pueden invertir es el señalado en las opiniones de los expertos.

2.1.4. El cuestionario

El cuestionario se estructuró en dos secciones. La primera con preguntas dirigidas a conocer el perfil personal y la segunda, su posición ante el *invoice trading*. Antes de aplicar la segunda sección se realizó una breve y sustancial presentación sobre la plataforma antes de preguntar sobre la opinión y el interés por este producto financiero.

2.2. Perfil del inversionista potencial

Para identificar el perfil y las necesidades de estas personas que disponen de superávits se emplean las siguientes variables: género, edad, carrera, ingresos promedio, capacidad de ahorro, tolerancia al riesgo, expectativas de rentabilidad y utilización de plataformas virtuales. Se necesita saber: ¿encuentra una oferta suficiente de alternativa de inversión?, ¿por qué?, ¿qué alternativas de inversión conoce?, ¿si le entregaran su fondo de jubilación íntegro hoy, qué haría con él? Y, tras la presentación, definir si ¿invertiría en *invoice trading*?, ¿por qué?, ¿le parece un producto confiable?

2.2.1. Sexo y edad

El 60% de la muestra fueron hombres y el 40%, mujeres. Por edad, el mayor porcentaje se concentró en hombres y mujeres de entre 30 y 39 años de edad. En el caso de las mujeres, el segundo lugar fue para el rango de 20 a 29 años y, el tercero para aquellas mayores de 40 años. Respecto de los hombres, el segundo lugar fue para los mayores de 40 años y el tercero para aquellos entre 20 y 29 años (cuadro 3.5).

Pese a que en el universo total poblacional existe un equilibrio entre hombres y mujeres, la muestra refleja la mayor participación masculina respecto de la inversión.

Cuadro 3.5. Muestra: composición por sexo y edad, 2016 (porcentajes)

Grupos	Femenino	Masculino	Total
De 20 a 29 años	14	14	28
De 30 a 39 años	15	30	45
De 40 a más	11	16	27
Total	40	60	100

Elaboración propia.

2.2.2. Estatus profesional

La mayoría de los entrevistados posee carreras pertenecientes a las ciencias administrativas o económicas, principalmente administradores (50%) y otras carreras afines (11%); otro 25% corresponde a ingenieros y el 9% a otras especialidades. Debido al alto porcentaje de profesionales relacionados con carreras administrativas se espera un mediano o alto nivel de cultura financiera y crediticia (cuadro 3.6).

Cuadro 3.6. Muestra: carreras profesionales, 2016

Carreras profesionales	Porcentaje
Administración	55
Ingeniería	25
Derecho	4
Economía	4
Márketing	4
Contabilidad	3
Técnicas	2
Educación	1
Medicina	1
No precisa	1
Total	100

Elaboración propia.

2.2.3. Ingresos

Por el lado de los ingresos existe un porcentaje moderado de entrevistados con ingresos relativamente altos, lo cual les permite obtener excedentes financieros (cuadro 3.7). La gradiente de situaciones es:

- El 65% de los entrevistados tiene ingresos de entre 40,000 y 100,000 soles anuales, lo que significa que en promedio perciben entre 3,500 y 9,000 soles mensuales.
- El 23% percibe entre 100,000 y 150,000 soles, es decir, entre 8,333 y 12,500 soles mensuales, respectivamente.
- El 12% supera los 150,000 soles, equivalente a un mínimo de 12,501 soles mensuales.

Cuadro 3.7 Muestra: ingresos anuales, 2016

Rango de ingresos anuales (soles)	Porcentaje
De 40,000 a 100,000	65
De 100,000 a 150,000	23
Más de 150,000	12
Total	100

Elaboración propia.

2.2.4. Propensión al ahorro

Existe una tendencia promedio de ahorro en el 57% de los encuestados. En este caso el monto de lo ahorrado llega al 20% del total de sus ingresos personales. Además, el 20% adicional ahorra aún más, entre el 20% y el 50% de sus ingresos (cuadro 3.8).

Cuadro 3.8. Muestra: ahorro / ingresos, 2016

Rango de ahorro	Porcentaje
Nada	21
Hasta el 20% de mis ingresos	57
Entre el 20% y el 50% de mis ingresos	20
Más del 50% de mis ingresos	2
Total	100

Elaboración propia

Este resultado es un indicador preliminar que señala que existe un mercado por desarrollar en términos de inversión rentable de fondos excedentes.

2.2.5. Cultura financiera

Como indicadores de cultura financiera se exploran la tolerancia al riesgo de los encuestados al momento de invertir, los tipos de productos financieros empleados y el grado de satisfacción con ellos, el conocimiento de instrumentos alternativos de inversión, la valoración de los atributos que tienen las alternativas de inversión conocidas y el uso que darían a sus fondos de AFP si estos fuesen liberados.

Los depósitos individuales en las AFP son la forma de inversión personal más común. Estas ofrecen distintos programas en función de la tolerancia al riesgo de quienes optan por ellos. Entre la población encuestada se aprecia un perfil moderado en el 48%, solo el 20% tiene un perfil arriesgado y el 22% posee un perfil conservador. El 10% no conoce el tipo de fondo al que cual está afiliado, lo que revela poco interés en la forma en la que se manejen sus depósitos (cuadro 3.9).

Cuadro 3.9. Muestra: tipo de fondo de la AFP al que está afiliado, 2016

Tipo de fondo	Porcentaje
Arriesgado	20
Conservador	22
Moderado	48
No sabe	10
Total	100

Elaboración propia.

El que casi la mitad de los encuestados tenga una disposición a la inversión con riesgo moderado crea mercado para instrumentos financieros de este tipo.

Un segundo indicador son las tasas de rendimiento obtenidas por los encuestados y su satisfacción frente a ellas, respecto de los productos financieros pasivos de mayor consumo. Estos productos son las cuentas de ahorro y los depósitos a plazo, que rinden tasas anuales de entre el 3.19% y el 4.87%, respectivamente. Ante ellos se aprecia un alto grado de insatisfacción, pues, en el mejor de los casos, solo el 24% de los usuarios de cuentas de ahorro está satisfecho con la retribución recibida por su capital (cuadro 3.10).

Cuadro 3.10. Muestra: productos financieros pasivos usados, tasa de interés promedio recibida y nivel de satisfacción, 2016

Producto	Tasa de interés promedio anual (%)	Está satisfecho (%)
Cuenta de ahorros	3.19	24
Depósitos a plazo	4.87	14
Fondos mutuos	6.09	15
Seguros	6.00	15
Acciones	11.00	4
Otros	12.69	6

Elaboración propia

Resulta obvio que si la plataforma de *invoice trading* ofreciera tasas más atractivas que las que obtiene el segmento encuestado podría constituirse en una alternativa.

Acerca de las alternativas de inversión, en contra de lo esperado, solo el 68% de los encuestados conoce algún tipo de producto ofrecido por el sistema financiero, mientras el 32% no conoce ninguno. Este resultado muestra falta de interés en productos de inversión en este segmento (cuadro 3.11).

Cuadro 3.11. Muestra: alternativas de inversión conocidas, 2016

Alternativas	Porcentaje
Ninguna	32
Fondos mutuos	21
Banca, seguros y AFP	14
Bolsa de Valores	10
Inmuebles	8
Negocios	7
Acciones y bonos	6
Otros	2
Total	100

Elaboración propia.

Este hecho alerta sobre la necesidad de un previo trabajo de difusión e incentivos sobre la buena práctica de invertir como requisito para introducir cualquier producto nuevo.

Indicadores también relevantes son los atributos que más valoran los ahorristas para decidir en qué alternativa de inversión colocarían sus fondos, ya que permiten conocer mejor su grado de comprensión de estas y de qué manera podrían asociar criterios como riesgo y diversificación. Esta medición se realiza con una escala *ad hoc*.³¹

El atributo más valorado y considerado muy importante por casi la mitad de los encuestados (47%) es la rentabilidad, seguido por la seguridad (34%) y la confiabilidad (29%), la cual se puede asociar con la seguridad (cuadro 3.12).

Por último, resulta significativo conocer la predisposición de los ahorristas de invertir su dinero en el caso que recibieran su fondo de pensiones íntegro. En este sentido, y de manera consistente con las características expuestas, la opción preferida por la mayoría es invertir en inmuebles (36%) seguida por quienes lo harían en fondos mutuos y en bolsa o bonos (20%) y el 17% en negocios agrícolas o comerciales. Solo el 9% no sabría en qué invertir (cuadro 3.13).

Cuadro 3.13. Muestra: uso que le daría a sus fondos de AFP si estos fuesen liberados, 2016

Uso	Porcentaje
Inmuebles	36
Invertir	20
Negocio	17
Ahorrar	12
No sabe	9
Sabe en qué invertir	4
Pagar deudas	1
Viajar	1
Total	100

Elaboración propia.

31. Se les mostró a los encuestados una tabla con nueve criterios y se les pidió que enumeren del 1 al 9 del más importante al menos importante. Las columnas verticales deberían sumar 100%, pero no todos los casilleros fueron llenados por todos los participantes.

Cuadro 3.12. Muestra: atributos que los ahorristas consideran al momento de elegir dónde invertir y grado de importancia que les asignan, 2016 (porcentaje)

Grado de importancia	Seguridad	Rentabilidad	Liquidez	Prestigio	Confiabilidad	Accesibilidad	Solvencia	Diversificación	Información
Muy importante	34	47	10	10	29	4	11	12	10
	16	19	8	7	12	12	5	10	9
	12	7	12	8	13	7	17	4	11
	6	6	6	10	7	10	7	11	10
	5	3	18	8	11	4	9	8	14
	5	1	11	13	5	11	15	6	6
	6	1	9	12	8	13	9	5	8
	4	3	7	11	7	10	12	12	9
Poco importante	5	10	6	7	5	15	6	20	13

Elaboración propia.

En general, puede afirmarse que los encuestados tienen una cultura financiera que, bajo determinadas precisiones, los asimila a la demanda potencial de plataformas de financiamiento alternativo.

2.3. Disposición ante el *invoice trading*

Con el fin de establecer la probable actitud de los encuestados frente al *invoice trading* se realizó una breve exposición previa de la información básica acerca de este, con el empleo de infografías y esquemas que resumían su funcionamiento, características y cifras de referencia. Luego de esta explicación se buscó medir su posición.

En primer lugar, se preguntó a los encuestados si estarían dispuestos a invertir en *invoice trading*. Se encontró una mayoría favorable en especial en el segmento masculino con entre 30 y 39 años (cuadro 3.14). En general, los hombres están más dispuestos a invertir que las mujeres. Entre quienes no invertirían, la distribución entre hombres y mujeres es pareja. Los hombres mayores de 40 años están muy polarizados en su aprobación y rechazo hacia la propuesta de inversión.

Cuadro 3.14. Muestra: disposición a invertir en *invoice trading*, por sexo y edad, 2016 (porcentaje)

Categorías	F	M
Sí invertirían		
De 20 a 29 años	50	64
De 30 a 39 años	53	67
De 40 años a más	55	56
Quizás invertirían		
De 20 a 29 años	21	7
De 30 a 39 años	20	7
De 40 años a más	18	0
No invertirían		
De 20 a 29 años	29	29
De 30 a 39 años	27	27
De 40 años a más	27	44

Elaboración propia.

En segundo lugar, con el fin de identificar los factores de relevancia para invertir en el *invoice trading* se presentó a los encuestados una lista de nueve

razones que motivan la decisión de invertir, pidiéndoles que señalaran cuál era aquella con la que más se identificaban en los tres escenarios: por qué sí, por qué quizá y por qué no invertirían en el *invoice trading*.

Entre quienes sí invertirían, el 32% está motivado por la rentabilidad que se puede obtener en este instrumento, seguido del 15% que refiere la confianza que les genera, el 10% da importancia a que son empresas grandes las que respaldan la operación a través de la responsabilidad del pago final de las facturas, y el 10% porque el monto de inversión requerido no es alto (cuadro 3.15).

Cuadro 3.15. Muestra: razones para invertir en *invoice trading*, 2016

Razones	Porcentaje
Brinda rentabilidades más atractivas que el mercado	32
Genera confianza	15
Genera confianza al trabajar con empresas grandes	10
Requiere montos bajos de inversión	10
No lo veo arriesgado	3
Es solo para probar	2
Permite diversificar	3
Presenta sencillez en su circuito funcional	5
Lo veo funcionar	5
No especifica	14
Total	100

Elaboración propia.

Entre quienes no invertirían, el 40% lo explica por la incertidumbre, pues les gustaría ver funcionar la plataforma, seguidos por el 20% que considera esta inversión como arriesgada (cuadro 3.16).

Cuadro 3.16. Muestra: razones para no invertir en *invoice trading*, 2016

Razones	Porcentaje
Tendría que verlo funcionar	40.00
Me parece arriesgado	20.00
No genera confianza	16.67
Me parece complicado	6.67
Montos bajos de inversión	6.67
Poco rentable	3.33
Prefiero una forma más segura y rentable	3.33
No especifica	3.33
Total	100.0

Elaboración propia.

Resulta revelador que la negativa se deba más al hecho de tratarse de un producto nuevo que a percibirlo como poco seguro.

Entre quienes quizás invertirían, nuevamente, la razón de la duda reside en el desconocimiento o lo nuevo de la plataforma (cuadro 3.17).

Cuadro 3.17. Muestra: razones por las cuales quizás invertirían en el *invoice trading*, 2016

Razones	Porcentaje
Tendría que verlo funcionar	45
No especifica	27
Montos bajos de inversión	9
No genera confianza	9
Por la rentabilidad	9
Total	100

Elaboración propia.

En general, cuando se pregunta por las mejoras que deberían introducirse en la plataforma para hacerla más atractiva el 17% plantea la necesidad de una explicación más clara, el 15% de mayor difusión y el 17% considera que el producto está bien; sin embargo, predominan quienes no precisan razones (26%). Algunas sugerencias puntuales son tomar medidas para mitigar el riesgo, adoptar acciones de seguridad para la plataforma, un firme respaldo institucional y contar con un bróker (cuadro 3.18).

Cuadro 3.18. Muestra: mejoras sugeridas para el *invoice trading*, 2016

Mejoras	Porcentaje
No precisa	26
Explicación más clara	17
Está bien así	17
Requiere mayor difusión	15
Mejoras vinculadas a la gestión del riesgo	12
Una plataforma virtual segura	6
Respaldo institucional	5
Contar con un bróker	2
Total	100

Elaboración propia

Entre los riesgos, el de suspensión de pagos (*default*) es al que los encuestados temen más o perciben como más arriesgado (31%), mientras que el 21% no precisa a qué se debe el riesgo (cuadro 3.19).

Cuadro 3.19. Muestra: riesgos percibidos en el *invoice trading*, 2016

Riesgos	Porcentaje
Que el cliente no cumpla con el pago	31
No precisa	21
Requiere respaldo institucional	16
No es un producto muy conocido	11
Otros	6
Ninguno	5
No sabe	5
Vulnerabilidad de la plataforma	5
Total	100

Elaboración propia.

DEL ANÁLISIS REALIZADO se concluye que existen una oferta y una demanda potenciales para la plataforma.

Por parte de los clientes y de los proveedores se nota un interés relevante y definitivo en la tasa de interés, ya que mientras más baja sea respecto de la del mercado será más atractivo participar del *invoice trading*. Los clientes

corporativos también están interesados en optimizar procesos aprovechando las ventajas que el *factoring* puede traer a su ciclo de conversión de efectivo, aunque no muchos son conscientes de ello. Algunos lo ven más como una ventaja para el proveedor y ninguno de los entrevistados vio como un beneficio el que se le ofrezca un porcentaje a favor de su empresa (a los clientes corporativos) al descontar la factura.

Por parte de los inversionistas potenciales el 59% se interesaría en invertir en *invoice trading* motivado por la mayor rentabilidad respecto de la ofrecida por el sistema financiero.

4

Modelo de *invoice trading* propuesto

Hasta aquí se ha constatado la viabilidad económica de una plataforma de *invoice trading* y se han reconocido las restricciones legales para su aplicación y desarrollo en relación con su ejecución en otros países. Por ello, en el presente capítulo se elaborará un modelo cuya aplicación se considera viable en el país. Con este propósito se desarrollarán las características que debería tener, se esbozará el plan de márketing que asegure su difusión entre los potenciales usuarios (como se constató en las encuestas) en el ámbito de Lima Metropolitana, y se realizará una evaluación económico-financiera de su rentabilidad.

1. Características

El modelo de *invoice trading* propuesto plantea constituir un fondo bajo la modalidad de SAFI, a formarse con aportes destinados al financiamiento de compañías consideradas pymes, y una plataforma que articule oferta y demanda. Luego del análisis y la exploración del mercado y su regulación se ha establecido que esta es la mejor figura jurídica para operar dentro del mercado peruano, aunque no se descartan otras posibilidades.

1.1. Bases del fondo

El mecanismo de funcionamiento del fondo sería el siguiente:

- *Inscripción.* Una persona natural puede participar con un capital no menor a 3000 soles, de los cuales la mitad son de disponibilidad inmediata a través del canal transaccional del fondo y la otra mitad —el análisis de demanda estima un máximo de 12,000 soles pero no existen máximos para la inscripción— se abonará como participación en el fondo con un valor de cuota inicial de 5 soles, con derecho a 300 cuotas. Al momento de inscribirse se puede solicitar tener un capital suscrito pero no pagado de hasta el triple del capital pagado. Por ejemplo, si un participante se inscribe con 300 cuotas de 1500 soles puede tener un capital suscrito pero no pagado de hasta 4500 soles, el cual se compromete a abonar al fondo en los primeros 4 años, con un número de cuotas que corresponda al valor del día. En este caso se supone una inversión inicial de 5000 soles.
- *Inversión.* El fondo invertirá principalmente en adelanto de facturas, que serán pagadas por empresas seleccionadas con base en criterios preestablecidos. La parte que no esté invertida en facturas estará en depósitos a plazo a una tasa promedio del 8% anual.
- *Financiamiento de facturas.* Una parte de la factura la financia el fondo y la otra, los participantes con sus recursos personales, no con depósitos en el fondo.
- *Participación en el financiamiento.* La parte de la factura que financie el fondo se definirá por el número de días que tenga pendientes de pago la factura (cuadro 4.1). Se toma este criterio pues se da prioridad a los recursos del fondo para una mayor rotación. Se procura que la inversión de los recursos personales de los inversionistas se atomice lo suficiente de manera que puedan contar con distintos plazos de retorno.

Cuadro 4.1. Modelo de fondo: criterio de financiamiento de la factura

Plazo de vencimiento	Porcentaje a financiar
Menos de 30 días	80% de la factura
Entre 30 y 120 días = d	$80\% - [(d - 30) * 0.6667\%]$
Más de 120 días	Entra en evaluación

Elaboración propia.

- *Participación en la subasta.* La puja la realizará el inversionista con recursos personales (ajenos al fondo) que tiene el canal transaccional

para su libre disponibilidad, permitiéndole obtener rentabilidad en el corto plazo.

- *Tasa de descuento.* La tasa a la que se descuenta la factura se define por subasta holandesa, con una tasa mínima en función al riesgo de la factura.

Dentro del esquema expuesto (figura 4.1), el fondo busca convertirse en un canal a través del cual se convoque a potenciales inversionistas para participar de las subastas cuando se registre una nueva factura que debe financiarse.

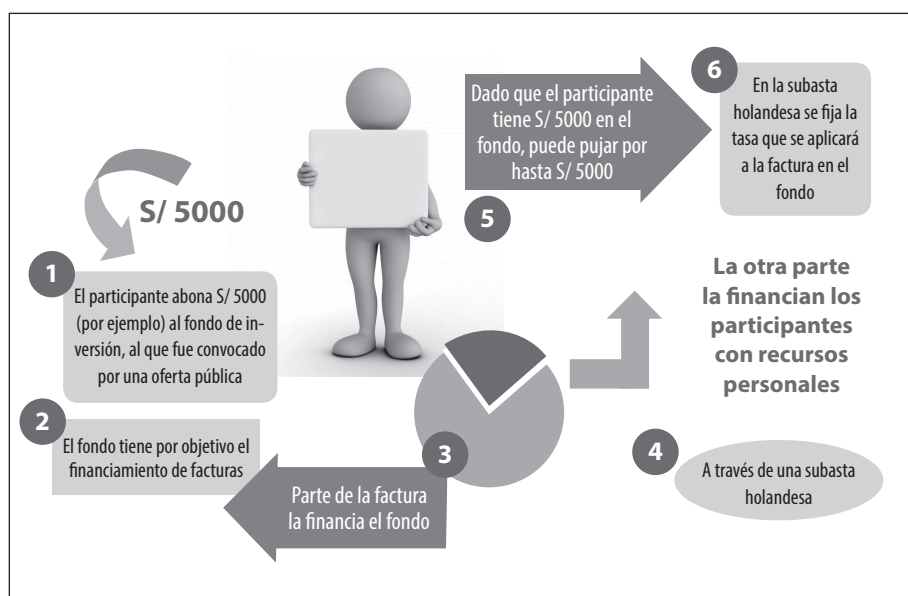


Figura 4.1. Modelo de fondo: mecanismo de funcionamiento

Elaboración propia.

Por esta razón, resulta crucial que el fondo satisfaga las condiciones de competencia perfecta con el fin de lograr una negociación en la que no predomine la voluntad del agente deficitario ni la del superavitario (cuadro 4.2).

Cuadro 4.2. Competencia perfecta: criterios aplicables al modelo del fondo

Criterios generales	Aplicación al financiamiento de facturas	Operación de la plataforma
Convocar un gran número de ofertantes y demandantes	La plataforma debe convocar un gran número de potenciales inversionistas y de solicitantes de crédito a través de este canal.	Anuncio vía mensaje de texto de los inversionistas que forman parte del fondo cada vez que se emita una nueva factura para financiamiento.
Reducir las asimetrías de información entre los participantes	La plataforma debe facilitar la información necesaria acerca de los solicitantes a los potenciales inversionistas, de manera que estos últimos no se vean perjudicados.	Para evitar los riesgos endógenos, la plataforma debe establecer los contratos que cubran a las partes en caso de riesgo moral y emitir una calificación imparcial de factores de riesgo, como calidad del pagador del cliente acreedor de la factura.
Tener bajas barreras a la entrada y a la salida	La plataforma debe ser de fácil acceso tanto para las empresas que buscan financiarse como para los potenciales inversionistas. Las principales barreras de entrada suelen deberse a montos de inversión, conocimiento, barreras naturales y contractuales. Por ello, los costos deben ser bajos para los distintos actores, así no perderán por tener que dejar pasar una oportunidad.	Bajas barreras de entrada para los potenciales inversionistas: una plataforma web/móvil amigable y montos de inversión accesibles (tentativamente menores a 5000 soles). Bajas barreras de entrada a proveedores con cuentas por cobrar al ofrecer rápido acceso a créditos, trámites sencillos y no costosos. Bajas barreras de entrada para los clientes corporativos con cuentas por pagar: no generar procesos operativos adicionales; por ejemplo, ofrecer la facilidad de que el sistema que vienen usando para el manejo de sus pagos pueda ser utilizado por la plataforma.
Contar con productos homogéneos	Tomando como productos a las facturas que pueden ser financiadas, los atributos que podrían generar diferencias entre una factura y otra son: montos, acreedor (para determinar el riesgo) y plazos de pago.	Entre los mecanismos de fijación de parámetros para las tasas están: <ul style="list-style-type: none">• Tasa máxima aceptada definida por el cedente de la factura que no será comunicada a los inversionistas.• Tasa mínima aceptada definida por la SAFI, puesto que es el componente de renta fija que sí será de conocimiento de los inversionistas. Las tasas se fijan en plazos anuales y el pago se realiza en función al plazo de pago, de manera que la rentabilidad percibida estará en función del tiempo que el inversionista tenga que esperar.

Elaboración propia.

1.2. Funcionamiento de la sociedad administradora del fondo de inversión y de la plataforma

La propuesta consiste en la creación de la SAFI Crowd Perú y la plataforma Pay O'Clock. Resulta aparentemente contradictorio proponer la creación de un fondo de inversión (que normalmente cuenta con recursos de sus participantes y está en busca de oportunidades de colocación) cuando se pretende captar fondos del público.

Pero esa apariencia contradictoria se disipa cuando se comprueba que esta fórmula permite generar incentivos suficientes para todos los involucrados:

- La SAFI se formará con aportes individuales de distintos inversionistas a los que se les ofrecerá una tasa mínima de rentabilidad, con la tasa promedio de los depósitos a plazo como referencia. Para montos menores a 5000 soles la tasa de rendimiento efectivo anual (TREA) es menor al 3%.
- Las subastas se dirigirán a los miembros del fondo, quienes tendrán oportunidad de rentabilizar sus aportes a una tasa mayor que la tasa mínima. La tasa que obtendrán será la que hayan solicitado en la subasta si resultasen ganadores.
- El cedente de la factura fijará una tasa máxima la cual, junto con la tasa mínima referida en el párrafo anterior, determinará los límites de las tasas en la subasta. La tasa máxima no será de conocimiento de los potenciales inversionistas. Por ley, la tasa no debe ser mayor a la tasa activa en moneda nacional (TAMN) (con un promedio del 17% en los últimos 6 años, de acuerdo con datos de la SBS). La subasta holandesa determinará la tasa que se aplicará al cedente. Esta será la última tasa descartada en el proceso de subasta más los gastos que se detallan más adelante.
- El capital social de la SAFI garantizará el pago de las deudas. Así, si el cliente con la deuda por pagar no cumpliera con el pago, la SAFI cubrirá el pago de la factura (en un porcentaje que se especifica más adelante) y venderá la deuda a una empresa de cobranza.
- La SAFI participará del financiamiento de la factura y, por el hecho de cubrir el riesgo de *default*, cobrará el diferencial de las tasas.

Este alineamiento de intereses de los participantes de las operaciones de la SAFI Crowd Perú y su complemento con la plataforma Pay O'Clock, así como sus diferencias con otras experiencias como Cumpló, se refleja en el esquema de funcionamiento del modelo propuesto (figura 4.2).

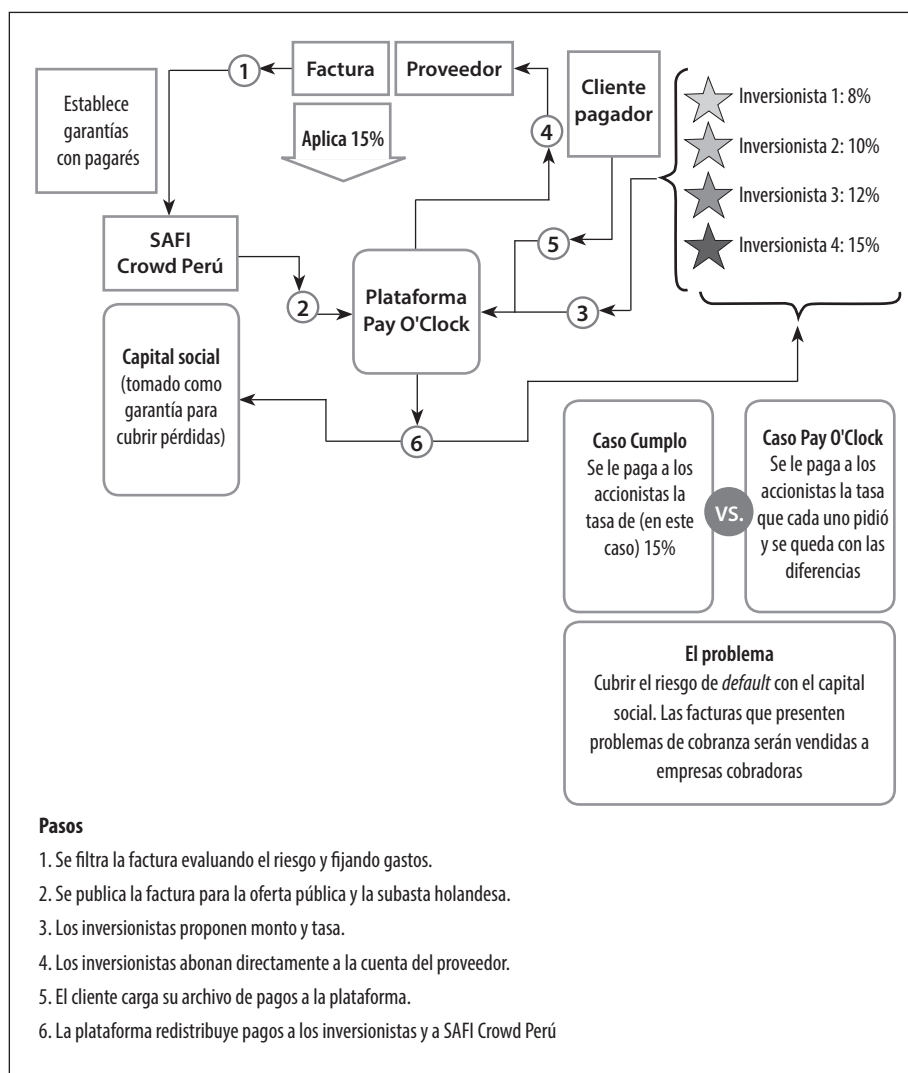


Figura 4.2. SAFI Crowd Perú y plataforma Pay O'Clock: esquema de operación

Elaboración propia.

La secuencia de este esquema es la siguiente (cuadro 4.3).

**Cuadro 4.3. SAFI Crowd Perú y plataforma Pay O'Clock:
clasificación de riesgos de corto plazo**

Empresa clasificadora	Indicador	Interpretación
Equilibrium	EQ-1	Certeza de pago de intereses y capital dentro del plazo determinado.
	EQ-2	Buena capacidad de pago del capital y los intereses dentro de los términos y las condiciones pactados.
	EQ-3	Suficiente capacidad de pago del capital y los intereses dentro del plazo pactado.
Class & Asociados	CLA-1	Instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y los plazos pactados, que no se verían afectados ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.
	CLA-2	Instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y los plazos pactados, pero esta puede deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.
Pacific Credit Rating	CP1+	Emisiones con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez en el corto plazo, los factores de operación y el acceso a fuentes alternativas de recursos son excelentes.
	CP1	Emisiones con muy alta certeza de pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos y los riesgos, insignificantes.
	CP1-	Emisiones con alta certeza de pago oportuno. La liquidez es buena y se apoya en buenos factores de protección. Los riesgos son muy pequeños.
	CP2	Emisiones con certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del emisor son firmes; sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento.
Apoyo & Asociados	CP-1	Alta capacidad de pago oportuno de las obligaciones, lo que refleja el más bajo riesgo crediticio.
	CP-2	Buena capacidad de pago oportuno de las obligaciones, lo que refleja bajo riesgo crediticio.

Fuente: Equilibrium, Class & Asociados; Pacific Credit Rating; Apoyo & Asociados.
Elaboración propia.

- *Paso 1.* Se filtra la factura evaluando el riesgo y fijando garantías. El criterio de aceptación de las facturas será que tengan como deudores a empresas con una óptima clasificación de riesgo de instrumentos de corto plazo.

En caso de contar con una calificación de este tipo se considerará la calificación de la SBS como deuda Normal (retrasos en pagos a bancos no mayores a 15 días). Las garantías que se toman si el proveedor fuese quien solicita el préstamo son: la firma de un pagaré a favor, el endoso de la factura y el giro de un cheque diferido, todo ello a nombre del fondo.

Si una empresa aceptante de la factura fuese la que origina la operación se aprueba su compromiso previa calificación del riesgo. Se recibirán empresas con el perfil de aquellas cuyo riesgo se consultó para el presente estudio (cuadro 4.4).

Cuadro 4.4. SAFI Crowd Perú y plataforma Pay O'Clock: perfil de riesgo de las empresas seleccionadas

Empresa	Desviación estándar empresa / industria	Industria	Días promedio	Calificadora	Calificación
Gloria	2.19	Alimentos	40.20	Apoyo	CP-1
Graña y Montero	17.73	Inmobiliario	30.21	Apoyo	CP-1
Los Portales	26.65	Inmobiliario	152.92	Class / Equilibrium	CLA1 / EQ2
Obras de ingeniería	13.24	Inmobiliario	50.29	Apoyo / Class	CP-2 / CLA-1
Rash Perú	6.94	Retail	50.57	Class / Equilibrium	CLA1 / EQ2+
Saga Falabella	7.02	Retail	40.20	Apoyo / Equilibrium	CP-1 / EQ1-
San Fernando	1.72	Alimentos	40.96	Apoyo / Equilibrium	CP-1 / EQ1-
Supermercados Peruanos	10.79	Retail	93.30	Equilibrium	EQ1-

Elaboración propia.

Además se realizó el cálculo de la rotación de las cuentas por pagar de las empresas, con base en los estados financieros publicados en la SMV. En este ejercicio se aprecia que el sector construcción tiene ciclos muy volátiles, lo que hace probable que algunas de estas empresas ya estén trabajando con *factoring*, por lo que cuentan con ciclos de pago de facturas más amplios.

Otras empresas en las que se invertirá, tomando como *benchmark* a las identificadas por Compass Group en 2014, son: Abengoa,

Corporación Lindley, Cencosud Retail Perú, Ransa Comercial, Laive, Danper Trujillo, Mifarma, E. Wong, Neptunia, Tiendas Peruanas, Home Centers Peruanos, Triton Rental, Siemens, Molinera Inca, Vitapro, Industrias del Espino, Maestro Perú, Bombos, Montana, Eckerd Perú y APC Corporation.

- *Paso 2.* Se publica la factura para la oferta pública y la subasta holandesa, previa consulta al registro de facturas de Cavali. Si la factura se encuentra ya registrada se rechaza la operación. Si no lo estuviese, la plataforma podrá elevar las facturas al registro único. Esto es importante ya que acreditará que no existen más compromisos de por medio con la factura.

En caso el proveedor fuese quien originó la operación, se pedirá el reenvío del correo generado con la factura electrónica (que será decodificada por el sistema en forma automática). Si no tuviese factura electrónica se generará un ingreso manual que tendrá el costo de 10 soles para el solicitante.

Si quien originó la factura fuese la empresa que tiene la cuenta por pagar se le pedirá el archivo que emita su sistema con el fin de codificarlo por la plataforma, dándole las facilidades operativas del caso.

- *Paso 3.* Los inversionistas proponen monto y tasa mediante subasta holandesa. Para ello se establece una tasa máxima que el fondo confirmará considerando la tasa máxima que el proveedor estaría dispuesto a aceptar (la cual no se dará a conocer a los potenciales inversionistas) y se establecerá una tasa mínima (dependiendo del perfil de riesgo de la empresa que debe pagar la deuda, y de la industria a la que pertenezca). Esta sí será de conocimiento de los participantes. Si el participante ofrece una tasa por encima de esa tasa máxima la oferta se rechazará automáticamente sin generarle costos. Ya que existe el riesgo de que los participantes indaguen el valor de la tasa máxima, se penalizará con un costo adicional el tercer intento.

La subasta tendrá una duración inicial de dos días, tiempo que se irá ajustando de acuerdo con el registro de la conducta de los participantes. Se convocará a subasta vía mensaje de texto, y en tiempo real se pedirá la confirmación del pago vía la billetera electrónica BIM para constatar que se es inversionista de la factura publicada.

- *Paso 4.* Todos los participantes vinculados a la plataforma abonan directamente a la cuenta del proveedor: inversionistas, proveedores y clientes; estos dos últimos podrían usar la plataforma para las transacciones que los vinculen de forma cotidiana. En su primer contacto con el fondo los proveedores y los participantes firman un convenio marco que establece que con la participación en las subastas tanto proveedores como inversionistas están concertando un contrato de mutuo, que se dará por firmado y aceptado con la respectiva transferencia de la cuenta del inversionista a la del proveedor.

A la firma de este contrato marco el proveedor también establece que los ingresos de las facturas que le hayan sido financiadas por la plataforma serán redistribuidos a los nuevos acreedores (incluido el fondo) de forma automática cuando el cliente que cumpla con el pago de la factura autorice el pago con cargo a su cuenta a través de la plataforma.

De manera que los recursos personales de los participantes (que son los que entran a la puja en la subasta) son los que cubren la parte de la factura que está siendo subastada, respetando la naturaleza de mutuo de esta operación. Esto les ofrece una facilidad operativa a los clientes con la cuenta por pagar.

- *Paso 5.* El cliente carga su archivo de pagos a la plataforma.
- *Paso 6.* La plataforma redistribuye los pagos a los inversionistas y a Crowd Perú, su función es redistribuir los fondos de acuerdo con lo señalado en el contrato marco firmado por el proveedor, quien recibirá los flujos.

La SAFI Crowd Perú lanzará por medios masivos una oferta pública dirigida a personas naturales con una capacidad de ahorro de entre 1500 y 9000 soles, con 3,500,000 cuotas con un valor de 5 soles cada una. Los participantes pueden realizar aportes adicionales, ya que el fondo será abierto con capital suscrito pero no pagado, lo que les permite aportar montos mayores (considerados para efectos del flujo por menos de 500 soles mensuales a manera de ahorro) con el fin de incrementar el patrimonio y que sea una opción segura y rentable de ahorro de largo plazo para los participantes. El fondo permitirá cubrir las eventuales pérdidas de los recursos personales de los participantes cuando estos financien facturas respaldadas por la gestión de la SAFI.

1.3. Matriz de riesgos

El principal factor de consolidación del modelo es la confianza. En este sentido, resulta necesario identificar los factores de riesgo dentro del ciclo de operaciones. La línea de tiempo de esas operaciones muestra el circuito desde el pago adelantado de las facturas hasta su cobro en nombre de los inversionistas por parte de los clientes corporativos al cumplimiento de su vencimiento (figura 4.3).

Los procesos más expuestos a escenarios de riesgo son la selección y la validación de la factura inadecuada y las facturas con una alta probabilidad de ser incobrables debido a clientes deudores, lo que genera una matriz de riesgos que puede apreciarse analizando el caso de Cumpro, tanto para los clientes proveedores como para los clientes corporativos.

En el caso de los proveedores, esa plataforma realiza su operación en seis etapas: solicitud, clasificación, publicación, subasta holandesa, financiamiento y repago (cuadro 4.5).

Cuadro 4.5. Cumpro: resumen de la operación con proveedores

N.º	Etapas	Descripción
1	Solicitud de financiamiento	Empresa con una cuenta por cobrar se acerca a Cumpro para solicitar financiamiento.
2	Clasificación de riesgo	Se asigna un encargado para la cuenta y se realiza el análisis del riesgo tanto del solicitante como del cliente.
3	Publicación de la factura	Antes de la publicación de la factura se firman tres garantías: endoso de factura, pagaré y cheque diferido.
4	Subasta holandesa	Se convoca a los inversionistas individuales para fijar la tasa más competitiva.
5	Financiamiento de la factura	Los inversionistas abonan directamente a la cuenta del solicitante.
6	Repago de la factura	El solicitante cobra, le abona a Cumpro y esta plataforma retribuye a los inversionistas.

Fuente: Cumpro.cl

Elaboración propia.

Las posibilidades con mayor riesgo en la operación de Cumpro (cuadro 4.6) son que el solicitante presente una factura que sabe que es incobrable, que el solicitante busque apalancarse más de una vez con la misma factura,

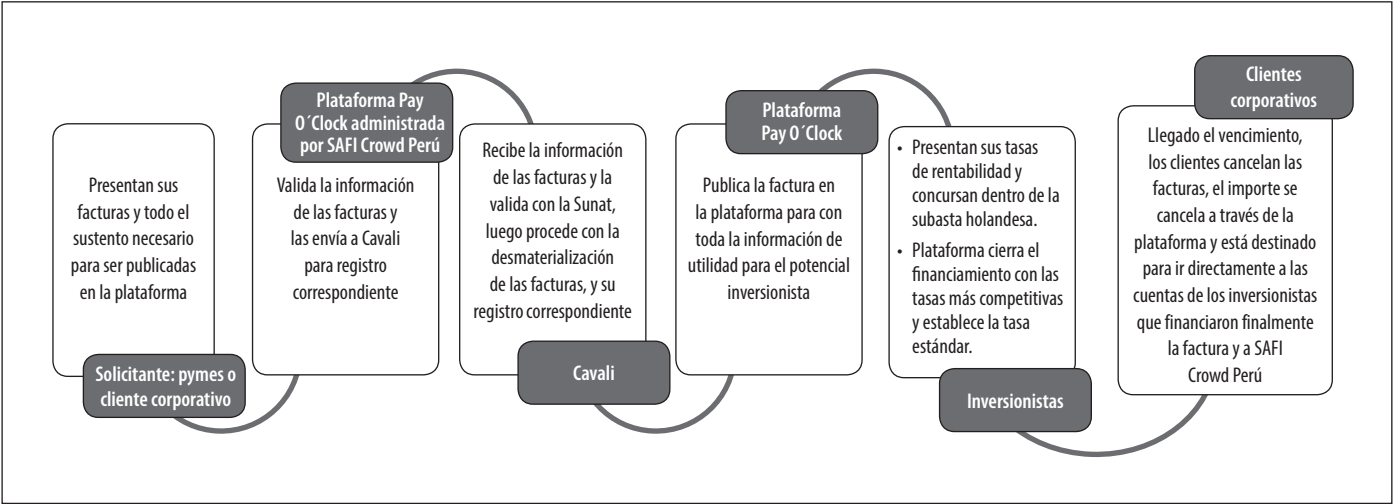


Figura 4.3. SAFI Crowd Perú y plataforma Pay O'Clock: línea de tiempo del ciclo de operación

Elaboración propia.

Cuadro 4.6. Cumplo: matriz de riesgos en operación con proveedores

Riesgo	Causas	Consecuencias	Tipo	Etapas	Impacto	Mitigación
El solicitante presenta una factura incobrable	Información asimétrica, el solicitante sabe que la factura es incobrable.	No se repagará la factura.	Endógeno / selección adversa	Solicitud de financiamiento	Alto	Evaluación del riesgo del solicitante y de su cliente. Comprometer a este con pagaré, endoso y cheque diferido.
Apalancarse más de una vez con la misma factura	No hacer ingresar la factura negociada a un registro único.	Defraudación contra la plataforma y/o contra uno o más agentes ajenos a la operación.	Endógeno / selección adversa	Solicitud de financiamiento	Alto	Solicitar el endoso de la factura y elevarla al registro único de Cavali.
Colusión en la negociación de las tasas	Asimetrías de información en favor de un grupo de potenciales inversionistas coludidos.	Perjudica al solicitante por tasas muy altas.	Endógeno / selección adversa	Subasta holandesa	Medio	Aviso público a todos los potenciales inversionistas, pero aun así la plataforma podría hacerlo a su favor.
El solicitante no paga a los inversionistas	El solicitante cobró y no cumplió con el trato, o el cliente no le pudo pagar la factura.	No se repagará la factura.	Endógeno / riesgo moral	Repago de la factura	Alto	Firma de contratos y establecimiento de garantías por las que se responsabiliza el solicitante.
El inversionista no le abona el aporte al solicitante	El inversionista no cumple con el depósito prometido.	No se financia la factura en los términos iniciales, se convocaría a otros inversionistas y probablemente se modifique la tasa.	Endógeno / riesgo moral	Financiamiento al solicitante	Medio	Sistema de puntos Cumplo.

Elaboración propia.

que exista colusión por parte de los inversionistas en la negociación de tasas, que el solicitante no pague a los inversionistas o que el inversionista no abone el adelanto al solicitante.

Con los clientes corporativos se siguen etapas similares a aquellas con los proveedores (cuadro 4.7).

Cuadro 4.7. Cumpló: matriz de riesgos en operación con corporaciones

N.º	Etapas	Descripción
1	Solicitud de financiamiento	Empresa con una cuenta por cobrar se acerca a Cumpló para solicitar el financiamiento de facturas que se compromete a pagar.
2	Clasificación del riesgo	Cuando los proveedores (acreedores) deciden participar del financiamiento se asigna un encargado para la cuenta y se hace un análisis del riesgo tanto del solicitante como del cliente.
3	Publicación de la factura	Previa a la publicación de la factura se firman tres garantías: endoso de factura, pagaré y cheque diferido.
4	Subasta holandesa	Se convoca a los inversionistas individuales para fijar la tasa más competitiva.
5	Financiamiento de la factura	Los inversionistas abonan directamente a la cuenta del solicitante.
6	Repago de la factura	El solicitante cobra, le abona a Cumpló y esta plataforma retribuye a los inversionistas.

Elaboración propia.

Los riesgos del modelo que se originan con el cliente corporativo son la presentación de facturas que no está dispuesto a honrar o una eventual falta de liquidez para pagar sus facturas en el plazo pactado (cuadro 4.8).

Evidentemente, el modelo tendría que adoptar medidas de mitigación de los riesgos como las de Cumpló, pero también buscar «candados» adicionales para sus operaciones.

2. Estrategia de márketing y comercialización

Definido el modelo, corresponde formular también una propuesta de comercialización del instrumento financiero mediante la identificación del perfil y las características actuales de los potenciales inversionistas, además de establecer mecanismos de captación de estos a través de una estrategia de márketing.

Cuadro 4.8. Cumplo: matriz de riesgos en operación con corporaciones

Riesgo	Causas	Consecuencias	Tipo	Etapa	Impacto	Mitigación
La corporación presenta facturas que no está dispuesta a pagar	Actuación de mala fe.	No se repagará la factura.	Endógeno / selección adversa	Solicitud de financiamiento	Alto	Firma de contratos con compromiso de pago y reporte en las centrales de riesgo, lo que afectará las calificaciones posteriores.
La corporación tiene problemas de liquidez para pagar sus facturas en el plazo pactado	Malas proyecciones, consecuencias del mercado, entre otros.	No se repagará la factura.	Exógeno / comerciales, financieros	Repago de la factura	Alto	Solicitar contingencias y pedir ajustes en los plazos que se acuerden en operaciones posteriores.

Elaboración propia.

Con este propósito se toma como *benchmark* la campaña de Afluenta, que ha tenido algunas apariciones en medios masivos: los diarios *Gestión* y *El Comercio* y publicidad en Google AdWords y Facebook. Hasta el momento Afluenta ha cerrado 62 subastas y logrado financiamiento por encima de los 2.4 millones de soles.

Se plantea que la invitación a los potenciales inversionistas a participar de la SAFI sea de forma personalizada y no masiva, para lo cual se usará el servicio AdWords prestado por Google, el cual consiste en publicidad por Internet. Por otro lado, la plataforma, además de ser el motor principal para las operaciones de *invoice trading*, también será un medio de información publicitaria al atender consultas e inquietudes de la manera más sencilla, transparente y eficiente.

Dado que el público objetivo son los inversionistas *retail* (aquellos que participan en grandes operaciones de forma colectiva y minoritaria), el tipo de comunicación a emplear es clave y debe presentarse de forma sencilla, clara y fácil de comprender sin necesidad de tecnicismos que confundan o tergiversen la información, la cual debe explicar la rentabilidad y los riesgos reales del instrumento, de tal manera que se obtenga como producto final una atractiva alternativa de inversión.

A partir de la información recogida en las encuestas realizadas, y teniendo como referentes los factores claves ya mencionados, se procederá a detallar el comportamiento actual de los potenciales inversionistas *retail* y establecer las acciones de presentación y comercialización del instrumento financiero, incluyendo los costos estimados relacionados.

2.1. Perfil del cliente

Para identificar al público objetivo del producto se debe segmentar el mercado por nivel socioeconómico, para lo que se utilizan indicadores como ingresos promedio, estilos de vida y cultura financiera de las personas residentes en Lima Metropolitana.

2.1.1. Ingresos

Las mediciones del nivel de ingresos las realizan entidades oficiales, como el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), o entidades privadas,

como la Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados (Apeim) o la consultora Arellano Marketing.

Uno de estos estudios privados³² encontró que para 2015 los ingresos familiares promedio mensuales declarados fueron 2022 soles para Lima Metropolitana y 1699 soles en el resto del país (Arellano Marketing, 2015) (figura 4.4).

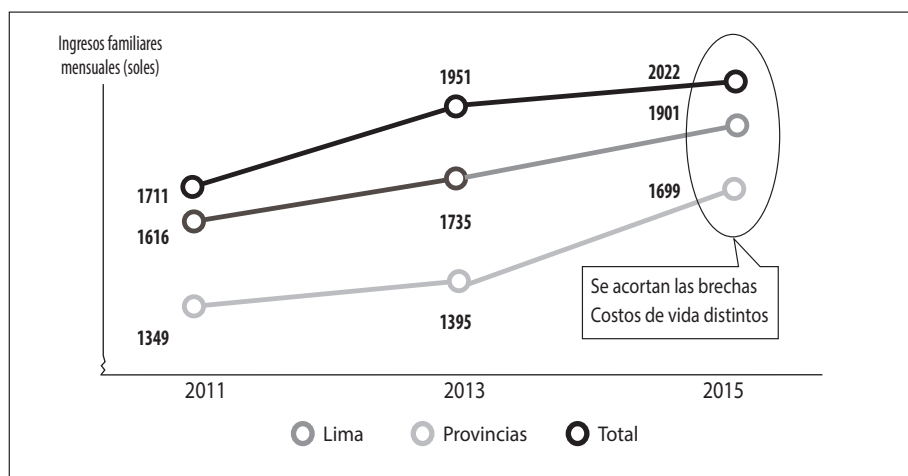


Figura 4.4. Perú: ingresos familiares declarados, en Lima, fuera de Lima y país, 2011-2015

Fuente: Basado en Arellano Marketing, 2015.

Esta fuente señala como tendencia más importante que los ingresos familiares declarados han crecido en los últimos años, sobre todo en los niveles socioeconómicos (NSE) B y C, lo que ha permitido reducir las brechas y dar mayor dinamismo al mercado. Así, entre 2013 y 2015 la clase media habría crecido el 8% en Lima y el 6% fuera de Lima (figura 4.5).

En el caso de Lima Metropolitana, el INEI encontró que en 2015 el ingreso promedio mensual proveniente del trabajo principal era 1538 soles, con diferencias por rama de actividad y nivel educativo, lo que representaba un incremento de 1.23% respecto de 2014 (cuadro 4.9).

32. El estudio se basó en encuestas realizadas a 5000 personas mayores de edad de todos los niveles socioeconómicos, de Lima y todos los departamentos del Perú.

DISTRIBUCIÓN DE LA POBLACIÓN POR NSE (PORCENTAJE)				
2013	Perú	Lima	Provincias	
A				
B				
C				
D				
E				
2015	Perú	Lima	Provincias	
A	4	5	4	
B	15	19	8	
C	36	41	28	
D	30	26	34	
E	15	9	26	

Figura 4.5. Perú: incremento de la clase media, en Lima y provincias, 2013-2015

Fuente: Basado en Arellano Marketing, 2015.

Cuadro 4.9. Lima Metropolitana: ingreso promedio mensual proveniente del trabajo principal, junio-agosto de 2014 y de 2015

Rama de actividad	Junio-agosto 2014 (soles)	Junio-agosto 2015 (soles)	Variación en junio-agosto 2015 respecto de 2014	
			Soles	Porcentaje
Total	1,519.7	1,538.4	18.7	1.2
Rama de actividad				
Manufactura	1,491.1	1,469.4	-21.6	-1.5
Construcción	1,836.5	1,801.0	-35.5	-1.9
Comercio	1,241.6	1,207.3	-34.3	-2.8
Servicios*	1,557.4	1,610.1	52.7	3.4
Nivel de educación				
Primaria**	931.2	1,018.2	87.0	9.4
Secundaria	1,131.2	1,185.2	54.0	4.8
Superior no universitaria	1,426.6	1,477.1	50.5	3.5
Superior universitaria	2,510.3	2,438.4	-71.9	-2.9

* El sector servicios incluye actividades como restaurantes y hoteles (venta de comida ambulatória), transportes y comunicaciones, sector público, salud, educación, etc.

** Incluye inicial y sin nivel.

Fuente: INEI.

2.1.2. Público objetivo

Respecto del universo de Lima Metropolitana, Apeim (2015) registraba para 2015 que de los 10 millones de habitantes el 66% estaba concentrado en los NSE A, B y C y que el 58.3% de la población limeña tenía su vivienda propia totalmente pagada. Los miembros de los sectores A, B y C concentraban el 70% del universo de propietarios.

Con esta información se ha construido una distribución de los ingresos y los gastos promedio mensuales en Lima Metropolitana, según NSE, para 2015. En ella el sector A presenta una capacidad de ahorro promedio mensual del 36%; el sector B, del 25%; y el sector C, del 20% (cuadro 4.10).

Cuadro 4.10. Lima Metropolitana: estimación de ahorro promedio mensual, por sector socioeconómico, 2015

Concepto	Nivel socioeconómico		
	A	B	C
Ingreso familiar mensual (soles)	11,596	5,869	3,585
Gasto familiar mensual (soles)	7,394	4,414	2,880
Ahorro familiar estimado (soles)	4,202	1,455	705
Ahorro familiar estimado/ingreso familiar mensual (%)	36	25	20

Elaboración propia.

Además, el estudio de Arellano Marketing (2015) encontró que el 46% de los encuestados tenía como prioridad ahorrar, pero solo la mitad utilizaba entidades financieras con ese fin.

Si a esta información se le añade los datos de Apeim (2015) sobre el perfil de la población de Lima Metropolitana, como sexo, edad, estado civil y frecuencia de uso de Internet, se identifica que el público objetivo para el producto financiero propuesto se concentra en los NSE A, B y C, y principalmente en el grupo entre 26 y 35 años (cuadro 4.11).

2.1.3. Demanda potencial

Un ejercicio adicional es la estimación de la demanda potencial del público objetivo, para proyectar el volumen del negocio. Con ese propósito se realizó el siguiente procedimiento (cuadro 4.11):

Cuadro 4.11. Lima Metropolitana: estimación de la demanda potencial del público objetivo, por niveles socioeconómicos, 2015

Rubro	Nivel socioeconómico			Total
	A	B	C	
Perfil seleccionado				
Población total (% y habitantes) = (a) y (x)	4.70	19.70	42.00	10,269,613
Población 26-30 años (%) = (b)	8.80	7.10	7.40	
Población 31-35 años (%) = (c)	5.70	7.60	6.30	
Población por NSE (habitantes) = (d)	482,672	2,023,114	4,313,237	6,819,023
Mercado potencial (personas) = [(b + c) * d] = (e)	69,987	297,398	590,914	958,299
Segmento de mercado				
Vivienda propia totalmente pagada (%) = (f)	65.60	62.50	61.10	
Uso de Internet para operaciones en banca electrónica (%) = (g)	26.50	10.70	4.10	
Público objetivo (personas) = (e * f * g) = (h)	12,167	19,888	14,803	46,858
Participación de mercado				
Probabilidad de éxito de la campaña publicitaria (%) = (i)	10	6	4.00	
Demanda estimada (personas) = (i * h) = (j)	1,217	1,193	592	
Capacidad de ahorro				
Ahorro estimado promedio mensual (soles) = (k)	4,202	1,455	705	
Tiempo de ahorro requerido (meses) = (l)	3	3	3	
Ahorro estimado promedio trimestral (soles) = (k * l) = (m)	12,606	4,365	2,115	
Demanda estimada por NSE (soles) = (m * j) = (n)	15,337,231	5,208,791	1,252,332	21,798,354

Fuente: Apeim, 2015.
Elaboración propia.

- En primer lugar, se tomaron los valores porcentuales del total de hombres y mujeres con los rangos de edad entre 26 y 30 años y entre 31 y 35 años de los NSE A, B y C de Lima Metropolitana, a quienes se les ha atribuido la capacidad de cumplir el papel de inversionistas potenciales *retail*. Luego, se calculó el número de habitantes de los NSE A, B y C con la información de Apeim como referencia. Enseguida, se determinó cuántas personas que integran cada NSE cumplen con el perfil seleccionado, denominado mercado potencial, lo que da como resultado una población de 958,299 personas.
- En segundo lugar, al mercado potencial se le impusieron dos requisitos: poseer vivienda propia totalmente pagada, ya que esto le permitirá un mayor flujo de ahorros mensuales, y tener como hábito el uso de Internet para operaciones en banca electrónica, y se procedió a segmentar las personas con esas características. Se llegó así a un público objetivo de 46,858 personas.
- En tercer lugar, se introdujo el criterio de participación en el mercado estableciendo una probabilidad de éxito de la campaña publicitaria del 10% para el sector A, del 6% para el sector B y del 4% para el sector C, con base en la efectividad del Google AdWords y los otros medios de publicidad. Se concluyó que el número de personas que deben formar la demanda esperada es 3002, de los cuales 1217 pertenecen al NSE A, 1193 al NSE B y 592 al NSE C.
- En cuarto lugar, se determinó la demanda estimada con base en el ahorro trimestral promedio que genera cada nivel socioeconómico. Según el escenario planteado, se lograría captar 21,798,354 soles, monto suficiente para constituir el fondo.

2.1.4. Estilos de vida

Con el fin de afinar el acercamiento al perfil de consumidores potenciales del producto propuesto se puede añadir el concepto de estilos de vida. Este concepto, desarrollado en el Perú por Arellano Marketing, define un conjunto de «personalidades grupales» en función de sus actitudes, tendencias sociales, intereses y recursos.

Según dicha fuente, a grandes rasgos en el Perú pueden reconocerse seis de estos estilos diferenciados:

- Los afortunados, o sofisticados, los más jóvenes de la población que suelen ser educados, modernos y con especial apreciación de la imagen personal. Poseen un nivel de ingresos más alto que el promedio y se inclinan por la innovación en el consumo.
- Las modernas, se encuentran en todos los NSE y representan a las mujeres multifacéticas y antimachistas, aquellas que cumplen sus responsabilidades familiares y satisfacen sus metas personales y profesionales.
- Los progresistas, comprenden en su mayoría a empresarios emprendedores con una necesidad fuerte de superación por lo que siempre están en búsqueda de oportunidades. Suelen ser prácticos y generar formas rápidas de obtener resultados positivos que permitan su crecimiento. Se encuentran en todos los NSE.
- Los adaptados, hombres de hábitos tradicionales y orientados a la familia, admiran a los afortunados y tardan en adaptarse a los constantes cambios de la sociedad.
- Las conservadoras, mujeres con inclinación total al bienestar de la familia, con costumbres religiosas y tradicionales. Se encuentran en todos los NSE. Disfrutan de la vida con la atención de la familia y las labores caseras.
- Los modestos, suelen ser conformistas y de vida simple. Por lo general corresponden a personas de origen indígena.

En Lima Metropolitana los afortunados representan el 6% de la población, las modernas el 23%, los progresistas el 23%, los adaptados el 16%, las conservadoras el 20% y los modestos el 12% (figura 4.6).

De acuerdo con este criterio adicional, el público objetivo se ubica en los estilos de vida de los afortunados, los progresistas y las modernas.

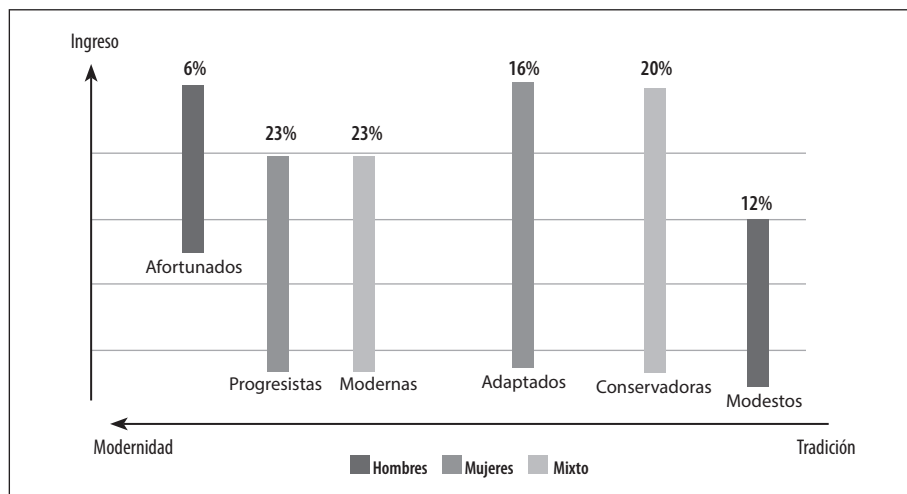


Figura 4.6. Lima Metropolitana: estilos de vida, 2015

Fuente: <http://www.arellanomarketing.com/inicio/estilos-de-vida/>

2.2. Estructura de la campaña publicitaria

El instrumento financiero está diseñado para atraer al segmento de las personas naturales que pertenecen a los NSE A, B y C de Lima Metropolitana con estilos de vida afortunados, progresistas y modernos, que presenten el perfil de ahorristas y tengan interés en colocar sus excedentes en alternativas de inversión innovadoras con cortos periodos de retorno, flujos mínimos de capital y rentabilidad superior a la que ofrece el mercado tradicional.

La estrategia de márketing y difusión del instrumento financiero se sustenta en la realización de publicidad a través de las nuevas tecnologías y los medios escritos.

2.2.1. Publicidad por Internet

La fuerza de la publicidad se enfoca principalmente en la difusión del instrumento por Internet. Con este fin se utilizará Google AdWords, que consiste en publicidad a través de la consulta de páginas web que realizan las personas. Se espera, y se ha observado en la práctica, que permite captar potenciales inversionistas de forma rápida, sencilla y cómoda en términos de costos. El costo va en función de cada clic que el usuario le dé al anuncio

publicado en las páginas web. En cuanto a redes sociales se utilizará publicidad a través de Facebook.

Estos medios se enlazarán a un *link* directo de YouTube en el que se podrá apreciar un video didáctico que explique el funcionamiento, los riesgos y los beneficios del instrumento financiero. El enlace no genera costos, ya que el uso del YouTube para estos fines es libre y gratuito.

2.2.2. Medios escritos

En otros medios, se utilizarán dos diarios y dos revistas de lectoría del público objetivo. Los diarios seleccionados son *El Comercio* y *Gestión*, considerados en la actualidad como los medios de comunicación escrita masiva de mayor preferencia por los sectores segmentados en el mercado de Lima Metropolitana. Además, se utilizarán revistas relacionadas con temas de economía y finanzas como *G de Gestión* y *Semana Económica*.

Se planea la difusión por estas dos vías durante seis y tres meses, respectivamente.

2.2.3. Presupuesto

El presupuesto estimado de la campaña publicitaria es de 360,218 soles (cuadro 4.12).

Cuadro 4.12. SAFI Crowd Perú y plataforma Pay O'Clock: presupuesto de la campaña publicitaria propuesta

Rubro	Costo unitario (soles)	Duración (meses)	Veces	Costo total (soles)
Internet				
Google AdWords	14,000	6	1	84,000
Facebook	14,000	6	1	84,000
YouTube	n. a.	6	1	n. a.
Diarios y revistas				
El Comercio	26,983	2	1	53,966
Gestión	20,125	3	1	60,375
G de Gestión	13,845	3	1	41,535
Semana Económica	12,114	3	1	36,342
Total				360,218

Elaboración propia.

Con esta estrategia publicitaria se espera posicionar el modelo propuesto en el mercado de productos financieros.

3. Evaluación económico-financiera

La viabilidad del modelo propuesto depende, como es obvio, de su pertinencia económica y financiera. Por ello, se ha elaborado una simulación del rendimiento y la sensibilidad del fondo.

3.1. Rentabilidad del modelo

El análisis de la rentabilidad requiere establecer indicadores como la tasa interna de retorno (TIR) y el valor actual neto (VAN) que se obtienen a partir de los flujos económicos del proyecto y tomando como referencia un costo de oportunidad del capital, o tasa de descuento (COK), del 6.5% elegida por conveniencia y considerando que no debe exceder de manera significativa la tasa de rendimiento que se espera del fondo en sí. Uno de los principales insumos en la elaboración del flujo es la simulación de subastas.

3.1.1. Diagrama de influencias

Las variables que intervienen en este caso en la definición de los flujos son de resultado o de objetivo, las que se tomarán como las variables con las que se evaluarán los resultados del modelo. El VAN será adecuado si es positivo, mientras que la TIR se considerará válida en la medida en que sea mayor que la tasa de retorno, tasa mínima esperada (o, para el caso, la COK) considerada en los cálculos. La COK se establece por conveniencia, pero debe considerarse que el fondo trabaja con los recursos de los participantes, ya que tiene apalancamiento nulo³³ (figura 4.7).

33. Como el fondo no cuenta con financiamiento, el costo ponderado del capital (WACC) es igual al COK.

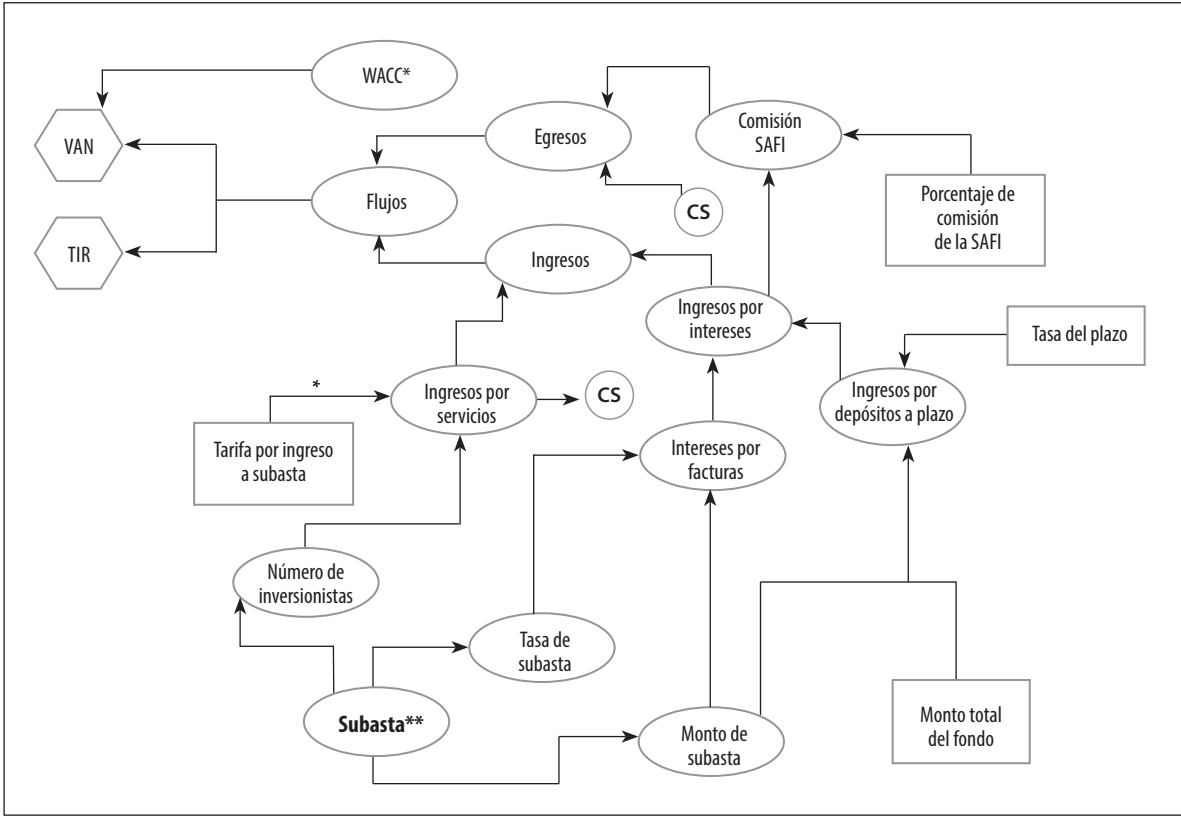


Figura 4.7. SAFI Crowd Perú y plataforma Pay O'Clock: diagrama de influencia de los flujos

* Por conveniencia: 8%.
** Ejercicio de simulación explicado posteriormente.
CS: comisiones por servicios que se trasladan a los inversionistas (tarifa mínima).
Elaboración propia.

3.1.2. Supuestos y consideraciones previas

Los supuestos y las consideraciones con los que se realiza la evaluación son:

- Con el caso del Fondo de Inversión para Pymes de Compass Group como *benchmark*, se asume que el fondo tendrá como duración 10 años (Compass asume 12 años). Se evalúan solo los flujos del fondo, por lo que también se asume que existen los recursos para que la SAFI ejecute las campañas sin endeudarse. Así, también el costo de oportunidad de estos recursos es cero.
- No se considerarán los efectos tributarios, lo que no afecta una eventual relación deuda/capital ya que se asume que el fondo trabaja con un patrimonio ciento por ciento autónomo (es decir, con deuda cero).
- La tasa de inflación se asumirá constante en el 3%, lo que no afecta las planillas pero sí las tarifas de los servicios que cobra la SAFI.
- El costo de oportunidad de los inversionistas es igual al promedio de los depósitos a plazo vistos en el mercado y está en el orden de una tasa efectiva anual (TEA) del 6.5% (nominal, ya que no se considera el efecto de la inflación).
- La estructuración del portafolio es sencilla: además de lo invertido en las facturas (cuya tasa se define en la subasta), la parte no colocada se invertirá en depósitos a plazo, para lo cual se asume una tasa del 8% de la TEA. Se considera una tasa mayor que el costo de oportunidad del inversionista, ya que con los montos que el inversionista podría abonar de forma individual a un depósito a plazo no lograría acceder a tasas tan altas como lo haría el fondo completo no invertido.
- Para la construcción de los flujos se toman como constantes los promedios obtenidos en las simulaciones de las subastas realizadas para obtener variables aleatorias y endógenas trascendentes como: número de participantes, tasa definida en la subasta y monto financiado (por el fondo) de la factura.
- Como se definió en las consideraciones del modelo, la tasa se establece mediante una subasta holandesa que realizan los inversionistas con recursos propios.

- Los costos de servicios de la plataforma de pago se trasladan al inversionista, razón por la que figuran como ingresos y, a la vez, como egresos en el flujo.
- La SAFI cobra una comisión constante (no cobra honorarios de éxito) por la administración. Esta tasa se aplica al monto invertido al inicio de las operaciones obtenido por los intereses de las facturas (no de los depósitos a plazo).
- El portafolio de inversiones lo integran básicamente depósitos a plazo (elegidos por ser un instrumento líquido del cual se puede disponer en cualquier momento) y las inversiones en las facturas a las tasas definidas en cada subasta.
- Para la construcción de la subasta se considera la participación de 150 potenciales inversionistas, que equivale al 3% de la población de 3000 potenciales inversionistas.
- Se trabaja solo con financiamiento en soles para evitar el análisis del efecto del cambio de moneda.

3.1.3. Simulación de la subasta

Cada subasta tiene componentes aleatorios muy volátiles, por lo que no se puede realizar una simulación de Montecarlo con distribuciones triangulares (lo más básico) a partir de la información obtenida en las encuestas dirigidas a potenciales inversionistas. Por ello, se construyeron decisiones con cuatro variables de la encuesta: ingresos anuales, capacidad de ahorro de los ingresos anuales, perfil de riesgo del encuestado (generado a partir del tipo de fondo de AFP al que esté afiliado) y tasa que exigiría de una inversión en *invoice trading*, sobre la que se encontraron algunas expectativas muy altas, en algunos casos por encima del 20%, lo que se considera fruto del desconocimiento de los encuestados.

Considerando solo los registros de los 59 interesados en invertir³⁴, y que se tienen cuatro variables para cada registro, las combinaciones posibles son más de 12 millones ($59^4 = 12,117,361$) que pueden participar de la

34. De los 100 encuestados, 59 afirmaron que sí invertirían en *invoice trading*. Son estos 59 los que se toman como base para la construcción de las decisiones individuales en las subastas.

subasta. El criterio de selección de cada valor es el azar, ya que se toman con la función «aleatorio» de Excel, y se numeran respetando el orden en el que se tabularon (por azar, pues no hubo ningún tipo de ordenamiento en las encuestas).

Para determinar los resultados de la subasta se necesitaron otras variables endógenas aleatorias:

- El monto de la factura a subastar: se definió un universo válido de entre 20,000 y 500,000 soles establecidos por política del fondo.
- Días faltantes al vencimiento de la subasta: entre 30 y 120 días, lo que determinará el porcentaje de financiamiento de la factura.
- Tasa máxima indicada por el solicitante; tomando como referencia la TAMN y las tasas registradas para las pymes en el mercado, lo que establece un parámetro máximo en protección del solicitante.

Estas variables se determinaron con la función «aleatorio» (se usa el comportamiento de una distribución normal) y para cada variable se tomaron valores considerados dentro de los universos válidos mencionados.

Las variables resultado de cada subasta son la tasa de cierre de la subasta, el monto financiado por el fondo y el número de inversionistas, y se rescata el número de días con el que se calcularon para tener información precisa sobre el monto rentabilizado por cada factura y la tasa en términos anuales (ya que ambos variarán considerando el número de días que hayan transcurrido).

Las variables que se obtienen como resultado de las subastas se han tomado como el promedio de los resultados de 1000 subastas. Se debe destacar que la mayoría de las variables de resultado tenía una variación mínima después de 50 iteraciones. Por ejemplo, los días promedio de una factura se estabilizaban a partir de los 38 días, el número de participantes alcanzaba el orden promedio de 21 y, para efectos del cálculo, se estableció un monto promedio de factura de 250,000 soles, a partir de los montos promedio registrados por Compass Group (PricewaterhouseCoopers, 2014).

Para el cálculo de cada subasta se siguió el proceso anterior, salvo por la consideración de la hora de participación, ya que esta es trascendente para

la determinación de qué inversionista será el ganador de la subasta (este punto se incluirá al tratar la operación de la plataforma). Sin embargo, para efectos del cálculo del flujo, con independencia de quién gane la subasta, el criterio de la hora de ingreso de la puja es indistinto, pues se emplea si se propusiese la misma tasa.

El resultado de este ejercicio se refleja en un diagrama de flujo (figura 4.8) que representa la generación aleatoria de decisiones y resultados de una subasta. Cada una de las 1000 subastas registradas en la base de datos con las que se generó el flujo son el resultado de esta macro.

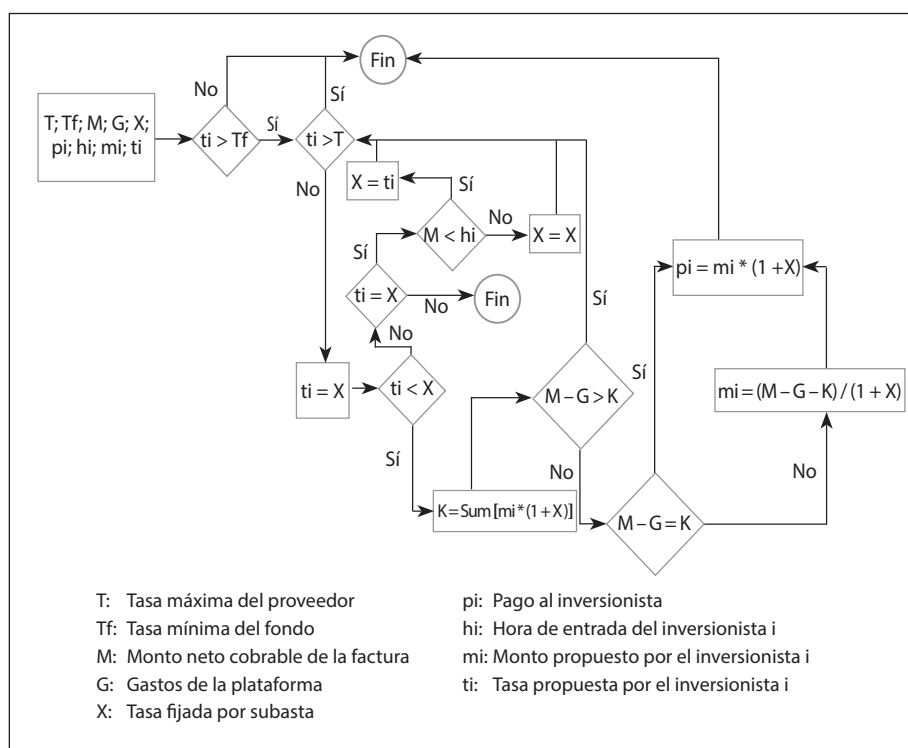


Figura 4.8. SAFI Crowd Perú y plataforma Pay O'Clock: diagrama de flujo de subasta holandesa para fijación de tasas

Elaboración propia.

3.1.4. Definición de las variables

Las variables que se definen a continuación se presentan agrupadas en: variables para definir los ingresos y variables para definir los egresos.

Variables para definir los ingresos

En la definición de los ingresos intervienen diez variables:

- *Monto promedio de las facturas.* Este se establece con un valor de 250,000 soles, teniendo en consideración que es ese el monto mínimo definido por Compass Group, toda vez que la lista de las empresas que considera estratégicas para su análisis la constituyen aquellas que tienen facturas mayores a ese monto³⁵.
- *Patrimonio inicial del fondo.* Se asume un capital suscrito pero no pagado de 50 millones de soles, tomando como referencia el Fondo para Pymes de Compass Group. De los 50 millones se considera como capital pagado 17.5 millones de soles, pudiendo hacerse abonos mensuales (250 soles en promedio durante los 5 primeros años), como se indicará en el reglamento de participantes. Su trascendencia en el cálculo es significativa por cómo modifica los resultados ya que, al tener un valor fijo, determina la disponibilidad de los fondos para inversiones alternativas. En la medida en que las variables de las que depende la rentabilidad del fondo alteren su disponibilidad, el contar con una alternativa de inversión tendrá un impacto directo sobre los resultados obtenidos.
- *Valor de la cuota inicial.* Tomado solo como referencia para evaluar la rentabilidad obtenida por el fondo a lo largo de su desarrollo, se establece en 5 años, siguiendo el fijado por Compass Group en su reglamento. El cambio en este valor no tiene mayor trascendencia en los flujos.
- *Tasa de interés del depósito a plazo.* Fijada en el 8% de acuerdo con los supuestos adoptados.
- *Boleto del inversionista para ingresar a la subasta.* Fijado en 1.5 soles, tomando en cuenta el 5% de retorno (en monto) promedio

35. El último rubro de las acreencias consideradas se titula *Otras acreencias menores a 250,000 soles* (PricewaterhouseCoopers, 2014, 13).

obtenido por los inversionistas. Esto se determinó con las subastas y el respectivo muestreo, considerando los datos del monto total financiado por los inversionistas con sus fondos personales dividido entre el número promedio de inversionistas elegidos por la subasta holandesa. Se logró cierta estabilidad entre 1.2 y 1.3 a partir del registro 80 (de las subastas aleatorias). Estos son costos del uso de la plataforma y la SAFI los traslada al usuario. Así, al solicitante se le cobra un monto inicial de 50 soles, por estructuración y evaluación de la factura, y gastos de desmaterialización, consolidación de garantías y otros que se irán ajustando a la tasa de inflación.

- *Costo de oportunidad de capital del inversionista.* Fijado en el 6.5% considerando las tasas a las que puede acceder un inversionista individual con montos moderados de inversión.
- *Volumen inicial de facturas colocadas.* Determina el volumen a colocar en los siguientes años e impacta directamente en la ponderación del portafolio en facturas. Se asignó un valor de 50 basados en la experiencia de MarketInvoice (82 facturas en su primer año) y las 2644 facturas con que cuenta Cumpló. Se elaboró una regresión considerando las tasas de crecimiento de MarketInvoice, con 52 facturas colocadas por Chile en su primer año. Se asumen así 50 facturas colocadas en el país durante el primer año. El modelo se ha construido para funcionar con esos niveles de colocación y cuenta con la restricción de la disponibilidad de recursos del fondo, por ello el número de subastas proyectadas para un fondo de 5,000,000 de soles varía.
- *Tasa de crecimiento de colocaciones.* En el Perú es una variable que toma como referencia las tasas de crecimiento del Reino Unido, con un promedio anual del 164% (incluso tomando como pérdida el tránsito de 2015 a 2016, dado que 2016 solo registra un trimestre de colocaciones y una consecuente tasa del -46%). Con ese caso como referencia, se establece el crecimiento en el 150% anual hasta el quinto año, debido a que es toda la información que se tiene del caso de MarketInvoice; en cambio, para los años siguientes se considera una tasa de crecimiento constante que permite al mercado llegar a las 5,252 facturas que en un año ha negociado MarketInvoice. En su primer año, Afluenta logró realizar en Argentina 98 subastas, mientras que en el Perú llegó a 64 subastas. Después de 4 años (de 2012 a 2016) ha logrado colocar 3919 subastas. Lo que muestra una

tasa de crecimiento promedio anual del 151.47% entre 2012 y 2016. Se ha tomado como referencia una tasa de crecimiento del 150% considerando la tasa promedio del Reino Unido del 164%, que resulta una medida más prudente por tener mayor similitud con el *core business* de las plataformas británicas. No se ha realizado este ejercicio con la plataforma Cumpro por no disponer de la información necesaria.

- *Tasa de siniestralidad.* Se refiere el porcentaje de facturas que no se pueden cobrar. Se parte de los datos registrados en Chile y el Reino Unido (7% en promedio cada uno). Si no se considerase como pérdida, la empresa venderá la deuda a un tercero, sobre lo cual se tratará en el siguiente acápite. Ya que se plantea la colocación a empresas líderes (*top*), la tasa de siniestralidad se reduce al 3%.
- *Tasa de recuperación de la factura.* Se asume el 20% que, como se apreciará en el análisis de sensibilidad, no tiene mayor relevancia.

Con estos criterios se procede a estimar los ingresos a obtenerse el primer año de operaciones, que serán de 5,000 soles para la SAFI con una capitalización del fondo de 13,947,660 soles (cuadro 4.13).

Cuadro 4.13. SAFI Crowd Perú: ingresos esperados en el primer año de operación

Concepto	Número o monto
Facturas (número)	50
Inversión promedio por factura (soles)	250,000
Tasa promedio esperada (%)	8.63
Tiempo promedio (días)	39
Inversión inicial (soles)	1,335,616
Ingresos por intercambio de facturas (soles)	n. a.
Aporte al fondo (soles)	15,290,096
Resta del fondo (soles)	13,283,262
Tasa de depósito a plazo (%)	8.0
Ingreso por intercambio de depósitos (soles)	n. a.
Subastas (número)	200
Boletos por cada subasta (soles)	10,000
Inversionistas promedio (número)	20
Boleto por cada inversionista (soles)	5.00
Ingresos por servicios de SAFI (soles)	5,000
Total de ingresos (soles)	5,000
Patrimonio del fondo (soles)	13,947,660
Valor de cuota (soles)	4.56
Cuotas (número)	3,058,019

Elaboración propia.

Variables para definir los egresos

Se consideran los gastos necesarios para el funcionamiento de una SAFI en personal e instalación.

En primer lugar, respecto del personal se propone una planilla de los sueldos que se deben pagar para el funcionamiento de los servicios de administración de la SAFI. Se tercerizarán funciones de difusión y atención al público como Centro de Atención y gerente de medios sociales, tal como lo hace Afluente. La suma de los pagos mensuales a los trabajadores más los aportes mensuales y anuales que debe realizar el empleador da un gasto mensual de 67,580.62 soles y un total anual de 810,967.50 soles (cuadro 4.14).

En segundo lugar, los gastos de apertura de operación del fondo incluyen constitución, selección y preparación de personal, infraestructura y programas informáticos para la operación del fondo y la campaña de lanzamiento. No se consideran gastos de local porque se asume que la SAFI ya está instalada y solo ampliará su capacidad de atención. El monto estimado para este rubro es de 671,000 soles (cuadro 4.15) y se utilizará antes de que se inicie la operación.

Cuadro 4.15. SAFI Crowd Perú: gastos de apertura de operación del fondo

Tipo	Unitario (soles)	Número	Total (soles)
Gastos de constitución			
Legales	2,500	1	2,500
Licencias	5,000	1	5,000
Personal			
Selección	10,000	1	10,000
Inducción	500	10	5,000
TI			
Servidores	13,000	2	26,000
Infraestructura de red	500	5	2,500
Computadoras	2,000	5	10,000
Programas (<i>software</i>) y sistemas	250,000	1	250,000
Lanzamiento			
Campaña detallada	30,000	12	360,000
Total	n. a.	n. a.	671,000

Elaboración propia.

Cuadro 4.14. SAFI Crowd Perú: costo de planilla de personal propuesta (soles)

Cargo	Ingresos mensuales del trabajador					Aporte mensual del empleador	Aporte anual del empleador		
	Sueldo básico (a)	Asignación familiar (b)	Remuneración bruta (c = a + b)	Retención al trabajador (d)	Remuneración neta (e = c – d)	Salud (f)	CTS (g)	Vacaciones (h)	Gratificaciones (i)
Director	6,000.00	75.00	6,075.00	790.97	5,284.03	546.75	6,075.00	6,621.75	6,075.00
Director	6,000.00	75.00	6,075.00	790.97	5,284.03	546.75	6,075.00	6,621.75	6,075.00
Director	6,000.00	75.00	6,075.00	790.97	5,284.03	546.75	6,075.00	6,621.75	6,075.00
Gerente general	4,000.00	75.00	4,075.00	530.57	3,544.43	366.75	4,075.00	4,441.75	4,075.00
Asesor legal	3,000.00	75.00	3,075.00	400.37	2,674.63	276.75	3,075.00	3,351.75	3,075.00
Gestor integral de riesgos	3,000.00	75.00	3,075.00	400.37	2,674.63	276.75	3,075.00	3,351.75	3,075.00
Oficial de cumplimiento	3,000.00	75.00	3,075.00	400.37	2,674.63	276.75	3,075.00	3,351.75	3,075.00
Gerente comercial	4,000.00	75.00	4,075.00	530.57	3,544.43	366.75	4,075.00	4,441.75	4,075.00
Gerente de medios sociales	3,000.00	0.00	3,000.00	390.00	2,610.00	270.00	3,000.00	3,270.00	3,000.00
Centro de Atención	8,000.00	0.00	8,000.00	1,040.00	6,960.00	726.75	8,000.00	8,726.75	8,000.00
Auditor	3,200.00	75.00	3,275.00	426.41	2,848.59	288.00	3,275.00	3,563.00	3,275.00
Total	49,200.00	675.00	49,875.00	6,491.57	43,383.43	4,488.75	49,875.00	54,363.75	49,875.00

Elaboración propia.

Un tercer concepto de gasto es el de perfeccionamiento legal de los contratos entre las partes. Como se ha indicado, se estima que el primer año se realizarán 50 subastas, cada una de las cuales genera 200 soles de costo (cuadro 4.16).

Cuadro 4.16. SAFI Crowd Perú: gastos legales en el primer año de operación del fondo

Gastos	Costo unitario (soles)	Subastas anuales (número)	Total anual (soles)
Gastos por firma de contratos con proveedores, constitución de garantías y desmaterialización de facturas con Cavali (gasto por factura)	200	50	10,000

Elaboración propia.

En cuarto lugar se encuentran los gastos operativos de la SAFI y los gastos a cargo del fondo, que juntos llegan a un monto anual de 180,500 soles (cuadro 4.17).

Por último, un gasto adicional es el uso de la plataforma que se estima en 5,000 soles mensuales.

Si se consolida la información presentada, el total de egresos del fondo en su primer año de operación será de 671,218 soles como gastos preoperativos y 1,006,468 soles como gastos operativos. Se trabaja bajo la condición de asumir como egresos el 2.5% del patrimonio del fondo, o lo suficiente para cubrir los egresos detallados.

Cuadro 4.17. SAFI Crowd Perú: gastos operativos y gastos a cargo del fondo en el primer año de operación (soles)

Rubro	Instalación	Mensual	Total anual
Gastos operativos de la SAFI	n. a.	1,900	22,800
Gastos administrativos	n. a.	350	4,200
Limpieza	n. a.	550	6,600
Servicios	n. a.	500	6,000
Mantenimiento	n. a.	500	6,000
Gastos a cargo del fondo	15,000	11,891	157,700
Gastos de auditoría externa: honorarios de auditor externo y gastos relacionados	n. a.	4,166	50,000
Gastos del Comité de Inversiones: honorarios de terceros por estructuración, emisión y colocación de cuotas	14,000	n. a.	14,000
Gastos del Comité de Vigilancia: honorarios de terceros por fiscalización de la SAFI y verificación de documentación	n. a.	6,000	72,000
Gastos de asambleas generales: convocatoria, citación, realización y legalización	n. a.	100	1,200
Gastos administrativos: honorarios y gastos relacionados con la administración de contratos con terceros	n. a.	500	6,000
Gastos por diseño, elaboración e impresión de contratos, documentos y material para adquisiciones de acreencias	n. a.	500	6,000
Gastos por cumplimiento de las normas legales vigentes	n. a.	125	1,500
Otros gastos similares necesarios para el normal desenvolvimiento del fondo	n. a.	500	6,000
Seguros	1,000	n. a.	1,000
Total	n. a.	n. a.	180,500

Elaboración propia.

3.1.5. Proyección de los flujos

Para realizar una evaluación a 10 años plazo se deben proyectar los flujos con base en los resultados del primer año, y de los supuestos de crecimiento adoptados. Se toma como punto de referencia la experiencia de MarketInvoice (cuadro 4.18).

Cuadro 4.18. MarketInvoice: volumen de facturas negociadas, 2011-2016

Rubro	Año	2012	2012	2013	2014	2015	2016
Facturas (número)		87	551	966	2585	5252	2816
Tasa de crecimiento (%)		n. a.	533	75	168	103	-46

Fuente: www.marketinvoice.com

Sin embargo, por prudencia se asume el 150% de crecimiento anual hasta el quinto año, partiendo de un número inicial de 50 facturas para el año 1, mientras que para los otros años se considera que se mantendrá un crecimiento constante hasta alcanzar las 5252 (el máximo registrado en MarketInvoice), proyección que arroja una meta de 4703 facturas negociadas. Sin embargo, como el modelo propuesto considera un tope máximo en función de los fondos disponibles para la inversión de 15,209,095 soles, se hace necesario ajustar la proyección a esta restricción, por lo cual se obtiene una meta de 4201 facturas en el año 10 (cuadro 4.19).

Cuadro 4.19. SAFI Crowd Perú: proyección de facturas a negociar en diez años

Facturas a negociar (número)	Años									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Proyección según tendencia estadística	50	125	313	783	1,958	2,507	3,056	3,605	4,154	4,703
Proyección con restricción de monto	50	125	313	783	1,201	3,002	1,503	3,759	1,680	4,201

Elaboración propia.

Se mantienen constantes parámetros como monto promedio de las facturas, considerando el mínimo fijado por Compass Group en 250,000, y otras variables producto de las subastas se consideran como promedios acumulados. Por ejemplo, con base en el universo de 1000 subastas generadas se creó una segunda base que ordena cada uno de los 1000 registros de subastas creadas de forma aleatoria para tomar muestreos aleatorios para los cortes de los promedios según el número de subastas.

Así, para estimar el número de participantes promedio de las primeras 50 subastas no se cuenta solo con las primeras 50 subastas creadas de forma aleatoria, sino que se pueden tomar 50 subastas de cualquier orden de la base generada, de esa forma también se generó la tasa promedio aplicada para cada uno de los años del flujo. Se realizaron 30 iteraciones para la obtención de cada variable.

Sobre esta base se puede iniciar la evaluación, considerando las variables independientes (cuadro 4.20). No se incluye deuda alguna puesto que los fondos provienen de inversionistas individuales y el apalancamiento es cero.

Cuadro 4.20. SAFI Crowd Perú: variables independientes del fondo

Variable	Valor
Monto promedio de las facturas (soles)	250,000
Aporte mensual de cada socio (soles)	350
Año máximo de aportes adicionales	5
Cuotas (número)	3,058,019
Valor de cuota inicial (soles)	5
Tasa de interés del depósito a plazo (%)	8
Boleto del inversionista para ingreso a subasta (soles)	5
Boleto del solicitante para calificar factura (soles)	200
Costo de oportunidad de capital de inversionistas (%)	6.50
Comisión de la SAFI sobre el patrimonio (%)	2.50
Facturas colocadas (número inicial)	50
Tasa de crecimiento de colocaciones en el Perú (%)	150
Tasa de siniestralidad (%)	1.50
Tasa de remate de la factura (%)	20

Elaboración propia.

Bajo estos supuestos se estimó un flujo de ingresos del fondo para diez años en el que el ingreso inicial de la SAFI de 5000 soles se convierte al décimo año en 5,341,321 soles, mientras el patrimonio del fondo llega a un monto por encima del triple (cuadro 4.21).

Los egresos se justifican por los gastos en planilla y aquellos necesarios para el funcionamiento de la plataforma y el cumplimiento de otras obligaciones. Dentro de los egresos se considera la planilla que debe pagar la

Cuadro 4.21. SAFI Crowd Perú: proyección de ingresos del fondo a diez años

Rubro	Año	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Facturas (número)		50	125	313	783	1,105	2,762	1,419	3,548	1,603	4,009
Inversión promedio por factura (soles)		250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
Tasa promedio esperada (%)		8.63	8.48	8.51	8.5	8.49	8.49	8.5	8.5	8.51	8.51
Tiempo promedio (días)		39	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Inversión inicial (soles)		1,335,616	3,253,425	8,146,575	20,379,452	28,755,305	34,914,839	36,941,609	39,172,715	41,732,384	44,188,848
Ingresos por intercambio de facturas (soles)		n. a.	115,311	26,034	692,994	1,731,303	2,441,229	2,965,989	3,138,270	3,328,570	3,549,399
Aporte al fondo (soles)		15,290,096	4,200	4,200	4,200	4,200	s. d.	s. d.	s. d.	s. d.	s. d.
Resto del fondo (soles)		13,283,262	15,775,583	15,690,039	8,775,233	6,159,533	2,539,849	2,231,106	3,139,285	2,456,464	3,730,355
Tasa de depósito a plazo (%)		8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Ingreso por intercambio de depósitos (soles)		n. a.	1,062,661	1,262,047	1,255,203	702,019	492,763	203,188	178,488	251,143	196,517
Subastas (número)		200	206	212	219	225	232	239	246	253	261
Boletos por cada subasta (soles)		10,000	25,750	66,412	171,121	248,694	640,383	338,952	872,718	406,228	1,046,167
Inversionistas promedio (número)		20	20	20	21	21	21	21	21	21	21
Boleto por cada inversionista (soles)		5.00	5.15	5.30	5.46	5.63	5.80	5.97	6.15	6.33	6.52
Ingresos por servicios de SAFI (soles)		5,000	12,875	33,206	89,839	130,565	336,201	177,950	458,177	213,270	549,238
Total (soles)		5,000	1,216,597	1,637,699	2,209,157	2,812,581	3,910,575	3,686,079	4,647,655	4,199,211	5,341,321
Patrimonio del fondo (soles)		13,947,660	19,029,008	23,836,614	29,154,685	34,914,839	37,454,687	39,172,715	42,312,000	44,188,848	47,919,203
Valor de cuota (soles)		4.56	6.22	7.79	9.53	11.42	12.25	12.81	13.84	14.45	15.67
Cuotas (número)		3,058,019	3,732,972	4,271,794	4,712,330	5,080,187	5,080,187	5,080,187	5,080,187	5,080,187	5,080,187
Inversión en facturas (%)		9	17	34	70	82	93	94	93	94	92
Inversión en depósitos a plazo (%)		91	83	66	30	18	7	6	7	6	8

Elaboración propia.

Cuadro 4.22. SAFI Crowd Perú: proyección de egresos del fondo a diez años

Rubro	Año	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Planilla			810,968	810,968	810,968	810,968	810,968	810,968	810,968	810,968	810,968	810,968
Gastos de instalación	671,218		n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Gastos legales			10,000	25,750	66,412	171,121	248,694	640,383	338,952	872,718	406,228	1,046,167
Gastos operativos			180,500	180,500	180,500	180,500	180,500	180,500	180,500	180,500	180,500	180,500
Uso de la plataforma			5,000	12,875	33,206	89,839	130,565	336,201	177,950	458,177	213,270	549,238
Total	671,218		1,006,468	1,030,093	1,091,086	1,252,427	1,370,727	1,968,052	1,508,370	2,322,363	1,610,966	2,586,872

Elaboración propia.

SAFI porque, aunque por ley un fondo no tiene planilla, el modelo propuesto no usa el criterio de calcular los egresos simplemente como un porcentaje de los intereses generados sino que prefiere fundamentarlos en los requerimientos de sostenibilidad real de la operación. Con este criterio, los egresos iniciales crecen en diez años en 1.5 veces hasta llegar a 2,586,872 soles (cuadro 4.22).

En el flujo proyectado resultante (cuadro 4.23) se observa una TIR del 10%, superior a las expectativas de los inversionistas fijadas en el 6.5% con la COK que se consideró para traer los flujos a valor presente. En consecuencia, se tiene un VAN positivo igual a 8,284,224 soles (cuadro 4.24). Además, se aprecian cortes anuales del VAN, asumiendo que al final de cada año se reintegra el patrimonio. Asimismo, se proyecta el valor de la cuota basado en el patrimonio del fondo cada año.

Cuadro 4.24. SAFI Crowd Perú: variables de resultado del fondo

Variable	Valor
Valor actual neto (VAN) (soles)	8,284,224
Tasa interna de retorno (TIR) (%)	10
Patrimonio final del fondo (soles)	50,134,676

Elaboración propia.

Se aplicó la función «Solver» para determinar el punto de equilibrio de la recaudación de fondos necesaria para el funcionamiento del fondo con los siguientes parámetros: tarifa máxima aplicada al solicitante que lleva una factura (200 soles), tarifa máxima aplicada al inversionista por participación en la subasta (5 soles) y TIR mínimo del fondo (10%). Con estos parámetros se buscó el número de cuotas para satisfacer las condiciones señaladas mediante «Solver». El resultado fue 3,058,019 cuotas, equivalentes a 15,290,095 soles.

Con base en esta información se concluye que la rentabilidad se logra a partir del año 7, ya que es a partir de allí que se obtiene un VAN positivo; asimismo, se consigue un valor de cuota mayor al inicial a partir del año 4.

3.2. Análisis de sensibilidad

El análisis de sensibilidad mide el impacto que tiene en el VAN un cambio porcentual en las variables consideradas (cuadro 4.25).

Cuadro 4.23. SAFI Crowd Perú: flujo de caja proyectado del fondo a diez años

Rubro	Año	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total de ingresos	n. a.	1,221,597	1,637,699	2,209,157	2,812,581	3,910,575	3,686,079	4,647,655	4,199,211	5,341,321	4,946,415	
Total de egresos	n. a.	-1,006,468	-1,030,093	-1,091,086	-1,252,427	-1,370,727	-1,968,052	-1,508,370	-2,322,363	-1,610,966	-2,586,872	
Flujo de caja operativa	n. a.	215,129	607,606	1,118,071	1,560,154	2,539,849	1,718,028	3,139,285	1,876,848	3,730,355	2,359,543	
Flujo de caja de inversiones	15,290,096	4,200,000	4,200,000	4,200,000	4,200,000	s. d.	s. d.	s. d.	s. d.	s. d.	s. d.	
Flujo de caja económico (FCE) sin PERP*	-15,290,096	-3,984,871	-3,592,394	-3,081,929	-2,639,846	2,539,849	1,718,028	3,139,285	1,876,848	3,730,355	2,359,543	
Perpetuidad	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	47,919,203
Flujo de caja económico (FCE) con PERP*	-15,290,096	-3,984,871	-3,592,394	-3,081,929	-2,639,846	2,539,849	1,718,028	3,139,285	1,876,848	3,730,355	50,278,746	
Patrimonio del fondo	n. a.	13,947,660	19,029,008	23,836,614	29,154,685	34,914,839	37,454,687	39,172,715	42,312,000	44,188,848	47,919,203	
Valor de cuota	n. a.	4.56	6.22	7.79	9.53	11.42	12.25	12.81	13.84	14.45	15.67	
VAN con corte anual	n. a.	-5,935,364	-5,421,925	-5,017,279	-4,139,802	535,047	1,897,773	3,456,833	4,949,228	6,570,113	8,284,224	

* PERP: Flujo de caja de Pernod Ricard S. A.

Elaboración propia.

**Cuadro 4.25. SAFI Crowd Perú: análisis de sensibilidad del fondo
(variaciones porcentuales)**

Tasa de cierre de subasta	VAN	Monto invertido	VAN	Tasa de depósito a plazo	VAN	Tasa de sinistralidad	VAN	Tasa de crecimiento de facturas	VAN	Tasa de remate de facturas	VAN
-50.0	-197.5	-50.0	-6.8	-50.0	-69.8	-50.0	29.3	-50.0	-12.2	-50.0	-6.4
-40.0	-162.1	-40.0	-5.4	-40.0	-56.7	-40.0	23.4	-40.0	-12.3	-40.0	-5.1
-30.0	-119.0	-30.0	-4.1	-30.0	-43.1	-30.0	17.5	-30.0	-6.1	-30.0	-3.9
-20.0	-80.7	-20.0	-2.7	-20.0	-29.2	-20.0	11.6	-20.0	-3.4	-20.0	-2.6
-10.0	-41.0	-10.0	-1.4	-10.0	-14.8	-10.0	5.8	-10.0	-1.7	-10.0	-1.3
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
10.0	42.4	10.0	0.6	10.0	15.3	10.0	-5.8	10.0	1.7	10.0	1.3
20.0	86.2	20.0	0.9	20.0	31.0	20.0	-11.5	20.0	3.0	20.0	2.6
30.0	131.4	30.0	1.1	30.0	47.2	30.0	-17.3	30.0	4.2	30.0	3.9
40.0	178.0	40.0	1.3	40.0	63.8	40.0	-23.0	40.0	5.5	40.0	5.2
50.0	226.1	50.0	1.5	50.0	81.0	50.0	-28.6	50.0	6.8	50.0	6.5

Elaboración propia.

Se sensibilizaron las siguientes variables: tasa de cierre de subasta, tasa de depósito a plazo alternativo, monto promedio invertido por año, tasa de siniestralidad y tasa de remate de factura. La tasa de cierre de subasta se fijó de acuerdo con las iteraciones y, en promedio, está en el orden del 9.8%. Si bien esta no será la tasa a la que se rentabilice en el año ya que se debe considerar que puede haber pérdidas de las que se trata en las variables tasa de siniestralidad y de remate de la factura, en caso esta exceda el número de días establecidos para su cobranza. De ser así, se venderá a una empresa de compra de deudas.

La tasa de depósito a plazo alternativo es aquella a la que se rentabiliza la parte del fondo que no está invertido en facturas. El monto promedio invertido por año es el monto invertido al comienzo del año. Se debe considerar que si en el año se han invertido en total, por ejemplo, 12,000,000 de soles en facturas, estos no se han usado en simultáneo, sino durante el año, por ello se tiene en cuenta para el cálculo de este monto el ciclo de inversión en las facturas. Por ejemplo, si el ciclo promedio fuese de 30 días, esos 12 millones habrían dado 12 vueltas en el año, por ello el monto utilizado al comienzo del año no fueron los 12 millones, sino 1 millón que fue invertido 12 veces. Los efectos de la capitalización se han considerado en el cálculo de la tasa anual.

Teniendo como referencia los casos de Chile y del Reino Unido, se toma la tasa de siniestralidad que normalmente estaría afectada por el riesgo país, entre otras variables, pero no ha sido posible realizar este cálculo para la presente investigación. Otra forma de calcular este indicador pudo ser tomando los casos de Compass Group, pero no se contaba con dicha información.

Por último, la tasa de remate de factura es aquella a la que se vendería la factura si resultase incobrable.

La figura 4.9 muestra las sensibilidades de las distintas variables mencionadas, evidenciando que las que tienen mayor impacto en el resultado (VAN) obtenido del flujo son la tasa de cierre de subasta y la tasa de depósito a plazo.

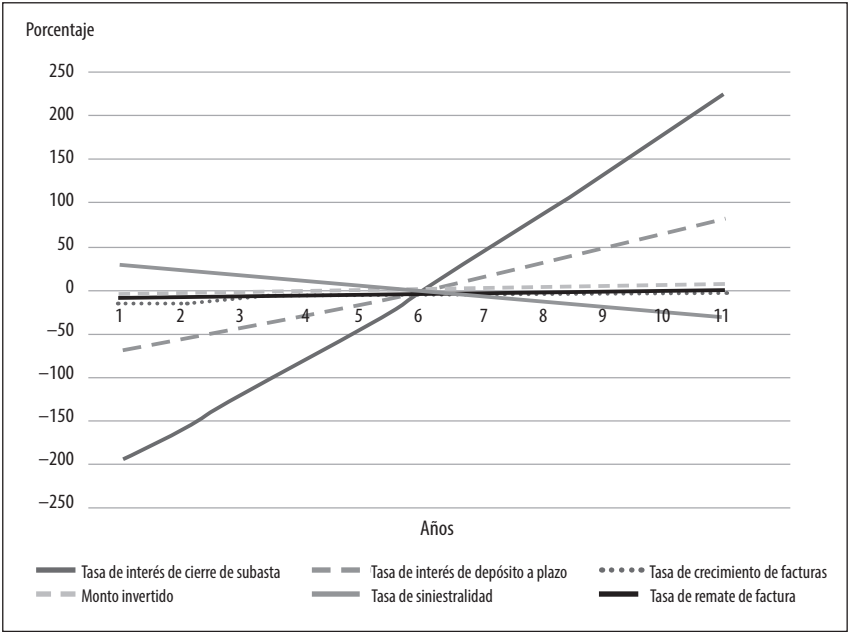


Figura 4.9. SAFI Crowd Perú: análisis de sensibilidad del fondo

Elaboración propia.

Como se aprecia, las variables más sensibles para la determinación del VAN son la tasa de depósitos a plazo (el depósito alternativo) y la tasa de cierre de la subasta. Esta última es la que tiene mayor impacto en la sensibilidad del VAN, por ello se realiza un análisis de correlación (cuadro 4.26).

Cuadro 4.26. SAFI Crowd Perú: matriz de correlaciones de variables que determinan la tasa de cierre

Rubro	Monto financiado	Tasa de interés máxima	Tasa de interés de cierre	Monto de facturas	Días	Participantes
Monto financiado	1.00					
Tasa máxima	0.17	1.00				
Tasa de cierre	0.57	0.66	1.00			
Monto de facturas	0.97	0.01	0.38	1.00		
Días	0.27	0.76	0.88	0.05	1.00	
Participantes	0.89	0.15	0.56	0.86	0.25	1.00
Financiamiento del fondo	0.94	-0.05	0.31	0.99	-0.03	0.84

Elaboración propia.

De este ejercicio se desprende que el número de días que faltan para que la empresa con la deuda comercial pague la factura (con una correlación de 0.88) es la variable que tiene mayor relación con la tasa de interés de cierre. Se sabe que esta variable afecta directamente la proporción de la factura que será financiada por el fondo y aquella que será financiada por los inversionistas. Al tener una proporción menor a ser financiada por los inversionistas se reducen las posibilidades de que ingresen más participantes a financiar (puesto que el monto requerido se satisfará más rápido).

La tasa de interés máxima que el proveedor que solicita el financiamiento está dispuesto a aceptar (con una correlación de 0.66) es la segunda variable más importante. Resulta natural pensar que si la tasa máxima es mayor, mayor será también la tasa de cierre, pero esto ocurrirá siempre que la tasa de cierre defina el límite máximo para las tasas ofrecidas. De no ser así, las tasas se definirán cuando la suma de las ofertas llegue a cubrir el monto requerido, porque las tasas ofrecidas llegan a ser menores que las tasas máximas autorizadas por los proveedores. Es decir, los proveedores encontrarían tasas mejores que las que esperarían.

El monto financiado (con una correlación de 0.57) es la tercera variable más importante y confirma lo encontrado en los puntos anteriores: mientras mayor sea el monto mayor será la tasa. Esto significa que si aumenta el monto que los inversionistas deben financiar también se incrementará la tasa que lleguen a ofrecer, en la medida en que se tengan tasas muy heterogéneas. En el modelo propuesto se tomó tasas que, en algunos casos, son marcas de clase de rangos de tasas establecidas por los encuestados, lo que resta heterogeneidad a la muestra.

Los participantes (con una correlación de 0.56) aparecen, como era de esperar, como una variable relacionada (aunque en realidad se esperaba que tuviera mayor impacto), ya que a mayor número de participantes aumenta la variedad de tasas, es probable que esto se deba a lo mencionado en el punto anterior. El monto financiado por el fondo (con una correlación de 0.31) casi no genera impacto sobre la tasa de cierre de la subasta. Se podría esperar que esta correlación fuese incluso negativa, dada la relación de suplemento que tiene esta variable con el monto financiado por los participantes.

Así, del análisis de las correlaciones se desprende que la tasa de cierre de la subasta es una variable que puede tener un alto impacto en los resultados del fondo. Aunque es muy aleatoria, sus resultados podrían alterarse mediante el monto financiado por los inversionistas con recursos propios, ya que en la medida que este monto sea mayor se ofrecerá un techo más alto para que los inversionistas tengan el espacio de ofrecer tasas más altas.

También podría alterarse por el monto de la factura a financiar, pues esta variable impacta directamente en la anterior, al igual que los días para el vencimiento de la factura.

El número de participantes no muestra una correlación muy alta, ya que puede haber una alta heterogeneidad en los montos ofrecidos por los potenciales inversionistas, pero podrían tomarse medidas como incentivar la atomización de los aportes, obligando a una mayor diversificación de las inversiones y mejorando el riesgo individual de cada inversionista.

EN SUMA, EL MODELO PROPUESTO es absolutamente viable de acuerdo con las consideraciones expuestas.

Conclusiones y recomendaciones

Finalmente, se presentan las conclusiones a las que el estudio ha llegado y las recomendaciones que se desprenden de ellas.

1. Conclusiones

Como instrumento de inversión, el *invoice trading* está dirigido al mercado *retail* a través de subastas, con el fin de financiar el adelanto de facturas prescindiendo de intermediarios financieros.

Para evitar ser intermediarios financieros, las plataformas que existen actualmente en funcionamiento, como Cumpló en Chile, usan contratos de mutuo con lo que los distintos agentes pueden entablar relaciones crediticias entre sí. Las plataformas británicas Platform Black y MarketInvoice utilizan fideicomisos para que los fondos de los inversionistas se administren de acuerdo con su voluntad.

En el Perú el marco legal para la inversión colectiva está aún limitado puesto que las ofertas dirigidas al público en general deben tener el tratamiento de oferta pública y para ello contar con la supervisión de la SMV. Se encontró que la forma legal más idónea sería un fondo de inversión administrado por una SAFL.

Ha habido cambios favorables para el descuento de facturas, como la ley que permite que distintas personas naturales o jurídicas puedan ser actores en el descuento de facturas y la apertura en el registro de Cavali.

El modelo propuesto tiene como componentes primordiales un fondo de inversión y una plataforma transaccional. La intervención de un fondo de inversión genera confianza y otorga facilidades para crear un entorno de riesgo compartido con los inversionistas individuales. Para hacer más viables los costos transaccionales es necesario contar con una plataforma de dinero electrónico.

El 59% de los encuestados invertiría en *invoice trading*. Fundamentan su decisión en factores como las altas tasas de rentabilidad, los bajos montos de inversión y la confianza al ser gestionados por un fondo de inversión. Por el contrario, el 30% de los encuestados no invertiría, sus razones son que primero tendrían que verlo funcionar o que no les genera confianza.

En la actualidad, el mercado podría invertir más de 20 millones de soles. Las corporaciones tienen problemas operativos para la aceptación de facturas financiadas en forma independiente, aunque consideran que el *confirming/factoring* mejora su liquidez. La investigación realizada se enfoca en el *factoring*, ya que los bancos se han posicionado en el producto *confirming* con las empresas que califican para dicho producto.

Para asegurar la viabilidad económica de una plataforma de *invoice trading* en el Perú se llega a un punto de equilibrio de 3,058,019 cuotas de 5 soles cada una, un equivalente a 15,290,095 soles como inversión mínima necesaria. Además, se cobrará 200 soles por el análisis de cada factura y 5 soles por cada oferta recibida por parte de los inversionistas en las subastas. La rentabilidad esperada es del 10% anual, considerando que los participantes del fondo abonarán mensualmente 350 soles durante los siguientes cinco años. Es necesario que la estructura mínima para este fondo tenga en cuenta, además de la inversión en facturas, invertir en una opción líquida y segura, como puede ser un depósito a plazo que ofrezca una tasa de por lo menos el 8%, tasa a la que no podrán acceder los inversionistas de forma individual por lo pequeño de los montos de los que disponen para invertir.

Respecto de los riesgos de la operación, existe un riesgo moral de que la empresa deudora no cumpla con el pago y un riesgo de que la empresa acreedora cobre por un canal distinto al de la plataforma. En cuanto a los riesgos de mercado, está el riesgo de no encontrar mercado suficiente para la colocación de las facturas y de que, por la caída del mercado, las empresas deudoras no dispongan de los recursos para pagar sus obligaciones. Por último, existe un riesgo de cambios en las normas por el cual alguna ley posterior puede imponer restricciones aún no contempladas.

Los antecedentes más cercanos acerca de la legalización de la recolección de fondos colectivos son España, Alemania, Reino Unido, Italia y EUA, países en los que se ha legalizado el *crowdfunding*. El *invoice trading* ha encontrado la forma de adaptarse a los marcos legales en los países donde viene funcionando y parece no necesitar un marco legal específico como en los casos de Chile y el Reino Unido.

Por otro lado, entre las plataformas que realizan subastas para la convocatoria de inversionistas están los casos sudamericanos de Afluenta (Argentina, también presente en el Perú) y Cumplo (Chile) que proporcionan información limitada sobre antecedentes exitosos de convocatoria de inversionistas vía web.

A pesar del estancamiento de la economía global y su efecto desfavorable en el crecimiento del país, las estadísticas muestran que una porción considerable de la población de Lima Metropolitana obtiene excedentes financieros y tiene la disposición a invertirlos en instrumentos generados por la banca tradicional en el mejor de los casos, lo que indica falta de confianza en las nuevas alternativas de inversión, lo que restringe su desarrollo. La aprobación por el Congreso de la República de una norma que permite la liberación de los fondos depositados en las AFP representa un potencial mercado para captación de inversionistas participantes del fondo de *invoice trading*.

Las barreras legales se constituyen relevantes para la aplicación y el desarrollo de ese modelo en el Perú, principalmente porque se requiere captar fondos de inversionistas por medio de ofertas públicas, operación que está regulada por la SMV y que no puede ser realizada sino por una entidad autorizada por esta, bajo el principio de proteger a los

inversionistas de posibles fraudes y buscar la transparencia del manejo masivo de fondos. Otra barrera legal es que para ser usuario del servicio del Registro Centralizado de Facturas Negociables, gestionado por Cavali, se requiere ser reconocido como apto para participar, según señala el reglamento interno de esa institución.

La plataforma busca constituir el fondo de inversión con personas que cuenten con excedente financiero y deseen rentabilizarlo en instrumentos financieros alternativos.

El instrumento del *invoice trading* tiene como inversionistas objetivo a personas con ingresos medios y altos que no cuentan con grandes fondos de capital, los cuales no son un requisito para empezar a invertir y participar del financiamiento del pago por adelantado de las cuentas por cobrar.

La plataforma permite a los inversionistas ir aprendiendo a obtener la habilidad de diversificar el riesgo a través del financiamiento de diversas facturas con distintos importes sin necesidad de disponer de montos significativos.

El servicio de plataforma no solo serviría para generar el entorno virtual de potenciales inversionistas y pymes con necesidad de financiamiento, sino también para actuar como medio transaccional de pago que se encargue de dinamizar y disminuir los procesos operativos que actualmente realizan las empresas.

El fondo debe ser administrado por una SAFI, ya que su apertura se basa en una oferta pública. Las subastas constituirán ofertas privadas porque se dirigirán a los participantes. Existe el riesgo de que la subasta se oriente a más de 100 participantes, lo que podría convertirla en una oferta pública. Sería recomendable asignar un límite máximo de 99 participantes por subasta. Este punto es crucial para ser considerado abiertamente como un modelo que democratice la banca.

Para asegurar que la oferta de las subastas no se interprete como una oferta pública deben establecerse canales lo suficientemente restringidos para evitar las interpretaciones confusas de las actividades del fondo, como el uso de mecanismos electrónicos de autenticación (*tokens*), o claves de acceso.

Para alentar el crecimiento de las tasas de cierre se recomienda atomizar lo más posible el aporte de cada uno de los participantes.

Se ha podido apreciar en las simulaciones de subastas que las tasas de interés de cierre guardan diferencias significativas con las tasas máximas fijadas por los solicitantes, lo que puede percibirse como una oferta de valor por los solicitantes. El modelo tenderá a ajustarse en el tiempo, por lo que las decisiones de los participantes y de los solicitantes encontrarán un punto de equilibrio.

Si bien los cambios en la ley de *factoring* permiten que más empresas y personas puedan financiar facturas a empresas pequeñas y medianas, para las empresas grandes resulta una carga operativa extra el tener que identificar a los nuevos deudores que ahora se encuentran atomizados, razón por la cual sugieren no realizar ese tipo de operaciones.

Existe poca difusión en el mercado sobre los beneficios del *factoring*, tanto para los proveedores como para las empresas con líneas de *confirming*, ya que no todas aprovechan el aumento del ciclo de conversión de efectivo que pueden tener al permitir a sus proveedores adelantar el pago de sus facturas contra sus líneas de *confirming*.

2. Recomendaciones

A lo largo de la exposición se ha identificado una serie de barreras legales que impiden el desarrollo del *invoice trading* como instrumento de financiamiento alternativo. Así, se considera que se deben revisar dos puntos críticos:

- En primer lugar, no existe una regulación aplicable a los servicios financieros prestados a través de plataformas virtuales, lo que genera gran inseguridad y desconfianza en el mercado para sus potenciales agentes involucrados; por lo que se sugiere que se establezcan las normas aplicables a este sector económico virtual tal como se está haciendo en otros países. De otro modo, la operación del producto tendría que realizarse basándose en vacíos legales.

- En segundo lugar, las alternativas y las políticas de inversión de fondos captados de forma pública son reguladas por la SMV, la que exige el cumplimiento de una serie de procedimientos tediosos y poco ágiles. Por ello se recomienda promover una política de inversión más inclusiva que permita la inversión en distintos instrumentos financieros en forma colectiva. Esta política se ha desarrollado en países como España en los que se han creado y establecido normas y leyes que difunden y regulan los fondos colectivos a través de plataformas virtuales; por ejemplo, fijan los límites máximos de fondos a invertir por cada inversionista en función del valor de su patrimonio, con la finalidad de no afectar sus necesidades económicas vitales, entre otros aspectos.

La puesta en práctica del *invoice trading* es un importante paso en el objetivo de la democratización del financiamiento, este estudio invita a hacerla realidad.

Bibliografía

- Allen, F., Carletti, E., Qian, J. & Valenzuela, P. (2012). Financial intermediation, markets, and alternative financial sectors. En G. Constantinides, M. Harris & R. M. Stulz (eds.), *Handbook of the economics of finance* (vol. 2A, pp. 759-798). Amsterdam: Elsevier.
- Arellano Marketing. (2015). *Estudio nacional del consumidor peruano 2015*. Lima: Arellano Marketing.
- Arner, D. W., Barberis, J. N. & Buckley, R. P. (2015). *The evolution of FinTech. A new post-crisis paradigm*. University of Hong Kong, Faculty of Law Research, Paper N.º 2015/047 / UNSW Law Research Paper N.º 2016-62. Hong Kong: Hong Kong University.
- Aryeteey, E. (2008). *From informal finance to formal finance in Sub-Saharan Africa. Lessons from linkage efforts*. Ponencia presentada al African Finance for the 21st Century High-Level Seminar. Túnez: IMF Institute / Joint Africa Institute.
- Asociación de Bancos del Perú (Asbanc). (2011). Nueva ley de *factoring* facilitará financiamiento bancario para las mypes. *Asbanc Semanal*, 1(5), 1-2.
- Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados (Apeim). (2015). *Niveles socioeconómicos 2015*. Lima: Apeim.
- Baeck, P., Collins, L. & Zhang, B. (2014). *Understanding alternative finances. The UK Alternative Finance Industry Report 2014*. Londres: Nesta / University of Cambridge.

- Baltazar, J. (2015). La BVL pelea la baja: los efectos de pasar de ‘mercado emergente’ a ‘mercado frontera’. *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/167404-bvl-peleando-la-baja-los-efectos-de-pasar-de-mercado-emergente-a-mercado-frontera/>
- Banco Central de Reserva del Perú (BCR). (2011). *Glosario de términos económicos*. Lima: BCR.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID) & Finnovista. (2017). *FinTech. Innovaciones que no sabías eran de América Latina y el Caribe*. Washington, D. C.: BID.
- Cutipa Flores, R. (2012). *Financiamiento a través de fondos de inversión*. Lima: Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).
- Dresner, S. (ed.). (2014). *Crowdfunding: A guide to raising capital on Internet*. Hoboken, NJ: Willey.
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S. A. (2017). *Compass SAFI. Compass Fondo de Inversión para PYME-En liquidación*. Lima: Equilibrium.
- Gestión. (2016, 16 de abril). Los 10 puntos que aún faltan definir tras la aprobación de ley que permite el retiro de los fondos de AFP. *Gestión* [Lima].
- Gulamhuseinwala, I., Bull, T. & Lewis, S. (2015). FinTech is gaining traction and young, high-income users are the early adopters. *The Journal of Financial Perspectives*, 3(3), 1-20.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (2015). *Síntesis estadística 2015*. Lima: INEI.
- Ipsos. (2015). *Millennials (Perfil del adulto joven 2015)*. Lima: Ipsos.
- La República. (2015, 4 de diciembre). Congreso aprueba ley que permite el retiro del 95.5% de fondos. *La República* [Lima].
- Martín Mato, M. A. (2009). *Los fideicomisos en los tiempos modernos*. Buenos Aires: ESAN / Cengage Learning.
- Martínez, M. & Sánchez, M. P. (2015). Promoción de mecanismos de financiamiento e inversión: cambios en la regulación del *factoring* y el descuento. *Capitales*, 8(83), 6-7.

- Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2017). Principales calificaciones de riesgo soberano. *mef.gob.pe*. Recuperado de <https://www.mef.gob.pe/es/principales-calificaciones-de-riesgo-soberano>
- Ministerio de la Producción (Produce). (2017). 10 beneficios de la Ley 29623. *Factura negociable*. Recuperado de http://facturanegociable.produce.gob.pe/10_beneficios_de_la_ley_29623.html
- PricewaterhouseCoopers (PWC). (2014). *Compass Group. Estados financieros auditados por la Sociedad de Auditoría PricewaterhouseCoopers*. Lima: PWC.
- Rai University. (2013). Factoring-Theoretical Framework. En *Management Financial Services* (pp. 88-93). Ahmedabad: Rai University.
- Roca, A. (2016, 7 de febrero). ¿Qué falta por hacer para mantener al Perú como mercado emergente? *Gestión* [Lima].
- Rodríguez Velarde, J. (2002). *Contratos e instrumentos bancarios. Doctrina-Modelos-Legislación bancaria*. Lima: Rhodas.
- Sánchez Vargas, M. (2014, 5 de enero). ¿En qué debe invertir un peruano con más de S/. 30 mil de ahorros? Entrevista a Enrique Díaz, presidente de MC&F. *Gestión* [Lima].
- Semana Económica. (2015). MSCI: recorte de clasificación de BVL se definirá en el 2016. *semanaeconomica.com*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/170736-msci-recorte-de-clasificacion-de-bvl-se-definira-en-el-2016/>>
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2013) *Marco regulatorio del dinero electrónico en el Perú*. Lima: SMV.
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2017). Terminología. *SMV Virtual*. Recuperado de www.smv.gob.pe/Frm_Glosario.aspx?data=2E90C69DCCFA5CA78DA1D21FF4DD650280EE54543E
- Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (Sunat). (2009). *Resolución de Superintendencia 007-99/SUNAT*. Lima: Sunat.
- Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (Sunat). (2013). *Informe 002-2013-SUNAT/4B000*. Lima: Sunat.
- Zheng Zhang, B., Wardrop, R., Ziegler, T., Lui, A., Burton, J., Alexander, J. & Kieran, G. (2016). *Sustaining momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report*. Cambridge, UK: University of Cambridge.

Páginas electrónicas

Afluenta

www.afluenta.pe

Alternative Business

www.alternativebusinessfunding.co.uk

Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas

www.asbaweb.org

Cumplo

www.cumplo.cl

MarketInvoice

www.marketinvoice.com

Platformblack

www.platformblack.com

Sobre los autores

Alfredo MENDIOLA CABRERA

amendio@esan.edu.pe

Ph.D. en Management por la Cornell University, Ithaca, Nueva York, máster en Business Administration por la University of Toronto, magíster en Administración de Negocios (MBA) por la Universidad ESAN y bachiller en Ciencias con mención en Ingeniería de Sistemas por la Universidad Nacional de Ingeniería (UNI). Actualmente es profesor asociado del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Ha sido gerente de importantes empresas del medio y realizado consultoría en finanzas, análisis de inversiones, reestructuración empresarial y planeamiento para empresas de los sectores alimentos, bancario, minero, construcción y hotelero. Ha llevado a cabo diversos trabajos de investigación en su especialidad.

Carlos AGUIRRE GAMARRA

caguirre@esan.edu.pe

Profesor del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Universidad ESAN, doctorando del Programa de Administración y Dirección de Empresas de la Universidad Complutense de Madrid, magíster en Finanzas por la Universidad ESAN, economista. Ha cursado programas de especialización en Finanzas, Regulación Económica de las Telecomunicaciones y Administración Bancaria, así como programas intensivos (semanas intensivas) en la Florida International University (FIU, Miami), la Frankfurt Business School of Finance and Management (Fráncfort) y la Esade Business and Law School (Barcelona). Más de diez años de experiencia profesional en áreas financieras de empresas industriales y de servicios, así como en asesoría en financiamiento, reestructuraciones empresariales, evaluación de proyectos, valorización de empresas, proceso de compraventa de empresas, e implementación de sistemas de planeamiento y control de gestión. Asimismo, ha elaborado y expuesto exitosamente planes de reestructuración patrimonial en Indecopi.

Emily FERRER CRUZ

emily.ferrer16@gmail.com

Magíster en Finanzas con mención en Proyectos de Inversión por la Universidad ESAN y contadora (pública colegiada) por la Universidad Nacional Federico Villarreal. Curso de especialización en la London School of Economics and Political Science (LSE), Reino Unido. Actualmente se desempeña como contadora general en la compañía transnacional CMA CGM PERÚ SAC. Cuenta con diez años de experiencia en tributación y contabilidad. Ha trabajado en la firma auditora PricewaterhouseCoopers y otras compañías de similares dimensiones. Ha seguido diversos cursos de actualización y especialización en el área tributaria,

así como sobre normas internacionales de información financiera y habilidades gerenciales en reconocidos centros de especialización profesional, como las firmas auditoras PwC, Deloitte y KPMG, la Sunat, el Colegio de Contadores Públicos de Lima y Thomson Reuters Perú, entre otros.

Guillermo JIMÉNEZ PALACIOS

guillermoajimenez@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN, candidato a doctor y economista por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos (UNMSM). Especializaciones en la Universidad del Pacífico, la Universidad ESAN y la London School of Economics and Political Science (LSE), Reino Unido. Cuatro años de experiencia en banca y *cash management*. Consultor en innovación y profesor universitario. En la actualidad es coordinador de los cursos de finanzas en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC). CMO y *co-founder* de B2Beyond SA, empresa de innovación y diseño de productos dirigidos a la mejora de la eficiencia de las operaciones empresariales.

Creada para reflexionar sobre el Perú y sus posibilidades, la serie Gerencia para el Desarrollo comprende estudios y propuestas orientados a la generación de capacidades gerenciales para que los gestores públicos y privados conciban el desarrollo como un proceso sostenido de prosperidad y definan políticas idóneas. Cubre una amplia gama temática de carácter multidimensional, desde el fortalecimiento de capacidades institucionales en la gestión pública, que permita superar la lectura de corto plazo y aprovechar las oportunidades de la descentralización, hasta proyectos en los que se privilegie la construcción de visiones compartidas entre Estado, empresa y sociedad, capaces de movilizar los capitales sociales de una sociedad democrática.

Gerencia para el Desarrollo 72

ISBN: 978-612-4110-85-6



9 786124 110856